

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA EVROPSKÉ INTEGRACE

Role eura v mezinárodním měnovém systému

Role of the Euro in the International Monetary System

Student: Bc. Anna Durajová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Dvoroková, PhD.

Ostrava 2012

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra evropské integrace

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Anna Durajová**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6210T004 Eurospráva  
Téma: **Role eura v mezinárodním měnovém systému**  
**Role of the Euro in the International Monetary System**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Úloha a funkce mezinárodního měnového systému
  3. Historický vývoj eura jako světové měny
  4. Analýza postavení eura v mezinárodním měnovém systému před a po krizovém roce 2008
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

NĚMEČEK, Eduard. *Mezinárodní měnový systém: Otázka konvertibility, stability a likvidity*. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2000. 247 s. ISBN 80-246-0081-1.  
MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2008. 368 s. ISBN 978-80-7261-185-0.  
KRUGMAN, Paul R. a Maurice OBSTFELD. *International Economics: Theory and Policy*. 8th ed. Boston: Pearson Education, 2009. 706 s. ISBN 0-321-55398-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Kateřina Dvoroková**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012



prof. Ing. Karel Skokan, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Čestne prehlasujem, že som celú diplomovú prácu, vrátane všetkých príloh, vypracovala samostatne.

V Ostravě.....

.....  
Bc. Anna Durajová

Ďakujem vedúcej svojej diplomovej práce, Ing. Kateřine Dvorokovej, PhD., a to nielen za cenné materiály a rady, ale hlavne za poskytnutý čas a ochotu, ktorú mi pri písaní práce venovala, a tým ma povzbudila k ďalšiemu snaženiu. Tiež ďakujem i svojej rodine za zázemie a podporu pri štúdiu, ktorú mi venovali.

# OBSAH

<b>1</b>	<b>Úvod.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Úloha a funkcie medzinárodného menového systému .....</b>	<b>5</b>
2.1	Historický vývoj medzinárodného menového systému.....	5
2.1.1	Zlatý štandard .....	5
2.1.2	Modifikované podoby zlatého štandardu .....	8
2.1.3	Bretton–Woodský menový systém.....	9
2.1.4	Jamajský menový systém .....	10
2.1.5	Menové systémy v západnej Európe po 2. svetovej vojne.....	13
2.1.6	Európsky menový systém.....	16
2.2	Menový kurz.....	18
2.2.1	Typy menových kurzov.....	19
2.2.2	Faktory ovplyvňujúce výšku menových kurzov .....	21
2.2.3	Režimy menových kurzov .....	24
2.3	Mena ako súčasť medzinárodného menového systému.....	29
2.4	Zhrnutie .....	29
<b>3</b>	<b>Historický vývoj eura ako svetovej meny .....</b>	<b>31</b>
3.1	Teória vzniku svetovej meny.....	31
3.1.1	Dostatočne široký, hlboký a otvorený domáci finančný trh.....	32
3.1.2	Stabilná mena a dôvera v jej budúcu stabilitu.....	33
3.1.3	Veľkosť, sila a medzinárodné prepojenie domácej ekonomiky .....	35
3.1.4	Faktor zotrvačného vnímania .....	37
3.2	Euro ako svetová mena.....	39
3.3	Formovanie hospodárskej a menovej únie v rámci EU .....	40
3.2.1	Prvá etapa HMU .....	41

3.2.2	Druhá etapa HMU .....	41
3.2.3	Tretia etapa HMU.....	44
3.4	Inštitucionálne zabezpečenie fungovania eura .....	46
3.5	Zhrnutie .....	46
<b>4</b>	<b>Analýza postavenia eura v medzinárodnom menovom systéme pred a po krízovom roku 2008.....</b>	<b>48</b>
4.1	Euro ako súčasť medzinárodného menového systému v krízovom období .....	48
4.1.1	Postavenie eura na medzinárodných trhoch – medzinárodný obchod .....	48
4.1.2	Postavenie eura na medzinárodných devízových trhoch.....	52
4.1.3	Postavenie eura na medzinárodných dlhopisových a úverových trhoch.....	55
4.1.4	Postavenie eura na medzinárodných vkladových trhoch .....	61
4.1.5	Postavenie eura vo vzťahu k tretím krajinám.....	62
4.2	Záverečná diskusia k výsledku .....	65
4.3	Zhrnutie .....	69
<b>5</b>	<b>Záver.....</b>	<b>70</b>
	<b>Zoznam použitej literatúry.....</b>	<b>73</b>
	<b>Zoznam skratiek.....</b>	<b>79</b>
	<b>Prehlásenie o využití výsledkov diplomovej práce</b>	
	<b>Zoznam príloh</b>	
	<b>Prílohy</b>	

# 1 Úvod

Potreba vzniku medzinárodného menového systému (MMS) sa v dejinách ľudstva objavila so vznikom a rozvojom medzinárodného obchodu a už od začiatku silno ovplyvňovala situáciu vo vnútri jednotlivých štátov. V stručnej charakteristike predstavuje MMS sústavu peňažných vzťahov v svetovej ekonomike, vytvára podmienky pre rozvoj výroby, zmeny a deľby práce a sprostredkováva medzinárodné platby medzi krajinami. S historickým vývojom dochádzalo i k vývoji, resp. k zmene podmienok fungovania MMS. V súčasnosti je jeho fungovanie upravované dohodami z Kingstonu z roku 1976. Každé obdobie fungovania MMS bolo charakteristické určitými znakmi. Základom fungovania každého menového systému, či už národného alebo medzinárodného, je existencia meny. Fungovanie MMS je teda postavené na princípe fungovania svetovej meny (svetových mien).

Americký dolár je vedúcou svetovou menou už niekoľko desiatok rokov. Počas tejto doby bolo veľa krát avizované, že stráca túto pozíciu, do dnešného dňa sa tak nestalo. Navzdory tomu sa však so vznikom eura v roku 1999 začalo hovoriť o vytvorení plnohodnotného konkurenta voči americkému doláru. Pozícia eura sa od doby jeho zavedenia, v roku 1999, zvyšuje, v súčasnosti dokonca predstavuje druhú najdôležitejšiu svetovú menu v MMS.

Cieľom diplomovej práce je vyhodnotiť a objasniť postavenie eura v MMS pri získavaní pozície svetovej meny na základe vopred stanovených kritérií. Výber týchto kritérií vychádza zo štúdie od Hartmann (2002<sup>1</sup>), jedná sa o posúdenie eura na medzinárodných trhoch a jeho postavenia vo vzťahu k tretím krajinám.

Z výsledkov analýzy realizovanej v rámci spracovania diplomovej práce by mala byť zodpovedaná nasledujúca hypotéza, a to:

*„Svetová finančná kríza z roku 2008 oslabila postavenie eura v MMS“.*

Na základe analýzy dát, spravidla od roku 1999 (2000) až do roku 2010 možno predpokladať, že postavenie eura v MMS bude ovplyvnené dopadmi finančnej krízy z roku 2008, euro však

---

<sup>1</sup> Táto štúdia sa stala východiskovým podkladom pre spracovanie analýzy úlohy eura v MMS, ktorá je obsiahnutá v mojej diplomovej práci. Skúmané oblasti sú však prehĺbené o nové, časová os analýz je rozšírená (spravidla 1999/2000 – 2010) a pri každom sledovanom ukazovateli sú uvedené možné dopady finančnej krízy z roku 2008 na euro.

bude i naďalej zastávať pozíciu druhej najvýznamnejšej svetovej meny v rámci MMS. Táto hypotéza bude overená na základe komparácie vývoja postavenia eura, amerického dolára a japonského jenu v MMS pred a po roku 2008.

Pri spracovaní práce sú využité metódy, ktoré sú predovšetkým založené na analýze dostupných dát, na ich využití pre stanovenie a splnenie cieľa diplomovej práce a na dedukcii, ktorá vychádza zo získaných overených a platných informácií a znalostí a aplikuje ich na skúmanú problematiku tejto diplomovej práce. Okrem uvedených logických metód je v diplomovej práci aplikovaná i metóda komparácie, metóda historická a metóda deskripcie. Zvolené metódy práce sú vybrané tak, aby zodpovedali zameraniu diplomovej práce, a súčasne optimálne naplnili jej cieľ. Metóda deskriptívna a historická je užívaná hlavne v prvej tematickej časti diplomovej práce, predovšetkým pri opise historického vývoja a fungovania MMS. Metóda komparácie a metóda analýzy je uplatňovaná v druhej a tretej tematickej kapitole, t. j. pri skúmaní problematiky eura ako svetovej meny a jeho postavení v MMS pred a po krízovom roku 2008, spoločne však s americkým dolárom a japonským jenom. Metóda dedukcie je v diplomovej práci využitá hlavne v tretej tematickej kapitole, a to pri stanovení záverov a odhadov budúceho vývoja eura v rámci MMS.

Diplomová práca je obsahovo rozdelená do troch tematických kapitol. Obsah prvej, teoretickej kapitoly, je zameraný na objasnenie problematiky týkajúcej sa MMS. Zmyslom tejto kapitoly je vytvoriť teoretický podklad k hlbšej analýze postavenia eura v MMS. Pre komplexnosť problematiky a pre lepšie pochopenie princípov fungovania MMS, je v kapitole zakomponovaná i časť venujúca sa menovým kurzom a režimom menových kurzov. Druhá kapitola je primárne zameraná na objasnenie princípov teórie vzniku svetovej meny, popisuje aké charakteristiky musí vykazovať určitá mena, aby ju bolo možné považovať za menu svetovú. Následne je na základe tejto teórie analyzované euro, spoločne s americkým dolárom a japonským jenom. Súčasťou druhej tematickej kapitoly je i stručná charakteristika historického vývoja formovania hospodárskej a menovej únie v rámci Európskej únie (EU) a inštitucionálneho zabezpečenia fungovania eura. Obsahom tretej kapitoly je predovšetkým realizácia analýzy eura v MMS v krízovom období. Súčasťou je podrobná analýza postavenia eura na medzinárodných devízových, dlhopisových, úverových a vkladových trhov, analýza jeho pozície v zahraničnom obchode a využitie eura voči tretím krajinám pred a po krízovom roku 2008. V závere kapitoly je uvedená diskusia k výsledkom analýzy.



## 2 Úloha a funkcie medzinárodného menového systému

Medzinárodný menový systém (MMS) predstavuje súhrn vzájomných väzieb medzi menami a menovými systémami jednotlivých štátov a oblastí. Vznikal od polovice 19. storočia ako dôsledok a súčasne i ako podmienka rozvoja svetového trhu. Súbežne s vytváraním MMS dochádzalo k vytváraniu medzinárodného finančného systému, teda systému finančných vzťahov v procese medzinárodného pohybu peňažného kapitálu a v procese medzinárodného platobného styku, bližšie viz *Němeček (2000)*.

### 2.1 Historický vývoj medzinárodného menového systému

V dôsledku rozvíjajúceho sa medzinárodného obchodu silneli požiadavky na vytvorenie svetových peňazí, ktoré by plnili funkciu medzinárodného platidla, medzinárodnej miery hodnôt a súčasne i uchovávateľa hodnôt. Na začiatku plnili funkcie svetových peňazí iba dva drahé kovy, a to zlato a striebro. Na ich základe boli vybudované národné menové systémy, ktoré z týchto kovov razili plnohodnotné mince. Kolísaním ceny striebra došlo postupne k vytlačovaniu striebra zlatom, teda k zániku bimetalizmu<sup>2</sup> a k presadzovaniu zlatého monometalizmu. Od tejto doby, teda od 70-tych rokov 20. storočia, možno hovoriť o začiatku histórie MMS (*Němeček, 2000*). Prehľadné schéma vývoja MMS je uvedené viz príloha č. 1. V nasledujúcich, dielčich kapitolách bude stručne popísaný historický vývoj niektorých foriem MMS.

#### 2.1.1 Zlatý štandard

Svetové hospodárstvo počas svojho vývoja veľakrát čelilo problémom, ktoré súviseli s fungovaním rôznych národných mien, a z toho plynúcich neistôt ohľadne vývoja menových kurzov. Ak sa menia kurzy, dochádza k zvyšovaniu rizika a zníženiu objemu obchodov. Zlatý štandard, ktorý fungoval od roku 1880 do roku 1914, tento problém nemal, pretože všetky meny boli viazané na zlato vo fixnom pomere. Tento pomer pre zúčastnené krajiny znamenal i fixné menové kurzy (*Židek, 2007*). Zlatý štandard, ktorý nahradil od 70-tych rokov 19. storočia bimetalizmus, vyjadroval hodnotu národných mien v jednotkách zlata.

---

<sup>2</sup> Menová sústava, v ktorej sú ako všeobecný ekvivalent akceptované 2 rovnocenné kovy, a to zlato a striebro, kedy je upravený vzájomný pomer týchto kovov.

Prvá krajina, ktorá formálne prijala zlatý štandard bola Veľká Británia<sup>3</sup> v roku 1816, fakticky však tento systém začal fungovať až od roku 1821, kedy došlo k obnoveniu konvertibility bankoviek. O celoeurópskom zlatom štandarde možno hovoriť až od roku 1873, kedy ho prijala Nemecko, a týmto rozhodnutím prinútilo k rovnakému kroku aj ďalšie krajiny. Väčšina európskych krajín prijala zlatý štandard do konca roku 1879. V prvej polovici 20. storočia bol systém zlatého štandardu zavedený v 59 krajinách sveta (*Židek, 2007*). Stručný zoznam niektorých krajín, ktoré zaviedli systém zlatého štandardu je uvedený viz príloha č. 2.

*Židek (2007)* vo svojej monografii poukazuje na základné podmienky fungovania zlatého štandardu. Každá mena mala pevne určený obsah zlata, tzv. par. V rámci každého členského štátu existovala monetárna autorita, ktorá bola schopná a povinná vymeniť akékoľvek množstvo domácej meny za zlato. Ďalej existovala možnosť neobmedzene dovážať a vyvážať zlato. Poslednou podmienkou bola skutočnosť, že nemohla byť realizovaná sterilizácia prílivu zlata<sup>4</sup>.

Zlatý štandard bol výsledkom pôsobenia tržných síl. Svetové zásoby menového zlata boli prirodzene distribuované medzi členské štáty. Nevyrovnané bežné účty platobných bilancií boli automaticky vyrovňované presunom zlata<sup>5</sup>. Tomu sa prispôboval objem domácej peňažnej zásoby a domácej ceny. K vyrovnaniu domácich cien so zahraničnými cenami dochádzalo prostredníctvom arbitráže<sup>6</sup>. Menové kurzy boli síce pevné, ale na druhej strane boli ohrozené horným a dolným limitom (*Jilek, 2004*). Tieto limity boli určené transakčnými nákladmi a nákladmi na presun zlata.

Obdobie medzi rokmi 1880 – 1914 sa nazýva i obdobím **klasického (čistého) zlatého štandardu**, poprípade obdobím **štandardu zlatej mince**. Podľa *Revenu (2000)* mal štandard zlatej mince viacero variant. Prvou variantou bol obeh plnohodnotných zlatých mincí s vyššími nominálnymi hodnotami, pričom boli v obehu i drobné, neplnohodnotné zlaté mince

---

<sup>3</sup> Veľká Británia bola krajinou, ktorá zlatý štandard zaistovala, a na ktorej bol tento systém závislý.

<sup>4</sup> Príliv zlata do danej krajiny by viedol k rastu množstva peňazí, následne k rastu cenovej hladiny. Poverená banka by sterilizáciu zlata realizovala tým, že by vydala pokladničné poukážky a stiahla by tak peniaze z obehu.

<sup>5</sup> Zlato plynulo z krajiny s platobným schodkom (spôsobený napr. vyššími cenami) do krajiny s platobným prebytkom (spôsobený napr. nižšími cenami).

<sup>6</sup> Arbitráž obecné predstavuje nákup určitej komodity na jednom trhu a následne jej predaj na trhu druhom za účelom dosiahnutia zisku z rozdielu cien na týchto dvoch trhoch. Je to nešpekulatívna činnosť, výsledok je dopredu známy, arbitrážér nenesie žiadne riziko.

alebo mince z bežných kovov zmeniteľné podľa nominálnych hodnôt. V praxi často subjekty pri platbách neplnohodnotnými mincami alebo mincami z drahých kovov požadovali úhradu vo väčšom množstve, než koľko by odpovedalo plnohodnotným minciam. Druhou variantou bol súbežný obeh zlatých mincí a klasických bankoviek alebo bankoviek, ktoré emitovala centrálna banka s povinným plným krytím zlata. V obehu však mohli byť i štátovky<sup>7</sup>. Neskôr boli emitované bankovky, ktoré mali nižšie než 100 %-né krytie zlatom a ich zmeniteľnosť bola obmedzovaná.

V súvislosti s fungovaním klasického zlatého štandardu rozlišuje *Jílek (2004)* vo svojej monografii jeho hlavné pozitíva. Systém efektívne obmedzoval možnosti peňažnej expanzie, pretože peňažná zásoba národnej meny bola založená na zlato. Cena zlata bola stanovená pevnou cenou, ktorá bola určená centrálnou menovou inštitúciou. Zlatý štandard poskytoval mechanizmus pre stabilnú cenovú hladinu a stabilné zmenné kurzy, ktoré boli hlavnými faktormi rýchleho rastu medzinárodného obchodu a investícií v období pred 1. svetovou vojnou. Ďalej bol zlatý štandard systémom s minimálnymi zásahmi štátu. Pevná cena zlata slúžila ako dôveryhodný mechanizmus zabraňujúci vládam, aby sledovali krátkodobú politiku alebo emitovali neplnohodnotné peniaze. Jednou zo základných vlastností tohto systému bolo podporovať spoluprácu menových inštitúcií rôznych krajín. *Jílek (2004)* zároveň pripúšťa fakt, že spolupráca pred rokom 1914 mohla byť úspešná i z dôvodu, že sa jednalo o relatívne pokojné obdobie v medzinárodnej oblasti. V neposlednom rade predstavoval zlatý štandard dôveryhodný systém, kedy boli členské štáty ochotné vzdať sa používania expanzívnej monetárnej a fiškálnej politiky v období krízy, len aby nebola ohrozená zlatá konvertibilita. Jedinou výnimkou v dodržovaní plnej konvertibility boli extrémne situácie, ako vojna alebo finančná kríza za predpokladu, že nezmeniteľnosť bude trvať len po nevyhnutne nutnú dobu. Dôveryhodnosť taktiež podporoval fakt, že pravidlá zlatého štandardu dodržiavali i hlavné ekonomické mocnosti, t.j. VB, Francúzsko a USA.

Na druhej strane, odporcovia zlatého štandardu zdôrazňujú rozdielne skúsenosti hlavných a vedľajších krajín. Zatiaľ čo hlavné krajiny zaznamenali hladké korekcie, vo vedľajších krajinách dochádzalo ku krízam bežného účtu platobnej bilancie a k recesiám. Medzi najväčšie nevýhody zlatého štandardu patrí hlavne prenos ekonomických cyklov

---

<sup>7</sup> Pôvodne papierové platidlo emitované štátom na krytie predovšetkým vojenských výdavkov, ktoré na rozdiel od bankoviek nebolo kryté zlatom a nebolo za zlato zmeniteľné. Štátovka predstavuje papierový peňažný znak, ktorého obeh a platnosť sú založené na autorite vlády, ktorá ho vydáva ako legitímne platidlo.

a finančných kríz medzi krajiny prostredníctvom pevných kurzov, vysoké náklady na zlato, nedostatočná ponuka zlata či periodické výkyvy svetových cien zlata (*Jilek, 2004*).

### 2.1.2 Modifikované podoby zlatého štandardu

Po 1. svetovej vojne existovalo krátke obdobie plávajúcich menových kurzov, ktoré spôsobovali v niektorých krajinách hyperinfláciu, napr. v Nemecku, Poľsku. Obavy pred veľkou infláciou viedli k diskusiám o návrate k fungovaniu zlatého štandardu. K obnoveniu zmeniteľnosti bankoviek a mincí za zlato smerovalo úsilie prakticky všetkých vlád v medzivojnovom období. V roku 1922 sa uskutočnila medzinárodná konferencia v Janove, ktorá odporučila čo najrýchlejšie obnovenie zlatého štandardu (*Jilek, 2004*). Na základe tohto odporúčenia došlo k modifikácií na **štandard zlatej zliatky**.

Štandard zlatej zliatky umožňoval podľa *Jileka (2004)*, konvertibilitu domácej meny za zahraničnú menu zmeniteľnú za zlato a „de facto“ sprostredkovať zmeniteľnosť domácej meny za zlato. Zmeniteľnosť bankoviek za zlato bola zachovaná, ale iba po predložení určitého množstva bankoviek, ktoré odpovedalo presne vymedzenému váhovému množstvu zlata<sup>8</sup>. Týmto krokom sa výrazne znížil počet subjektov, ktorí mohli požadovať konvertibilitu bankoviek za zlato.

Prvá krajina, ktorá zaviedla tento modifikovaný zlatý štandard bola Veľká Británia v roku 1925<sup>9</sup>. Nasledovalo Francúzsko, Dánsko, Nórsko a iné. Bol to pokus o obnovu starého systému, ktorý fungoval ešte pred 1. svetovou vojnou. Trval však iba niekoľko rokov, „zrútil“ sa po vystúpení Veľkej Británie zo systému v roku 1931 (*Židek, 2007*). Za príčiny pádu sú považované korekcie medzi schodkovými krajinami – Veľká Británia a prebytkovými krajinami – Francúzsko, USA, nedodržiavanie pravidiel zlatého štandardu, prostredníctvom sterilizácie tokov zlata, nižšia kredibilita tohto systému v porovnaní s klasickým zlatým štandardom, vysoko politizovaná menová politika, ale i vypuknutie Veľkej hospodárskej krízy, bližšie viz *Jilek (2004)*.

Pre štandard zlatého zliatku bola charakteristická stálosť zmenných kurzov medzi jednotlivými menami. Pádom tohto systému sa roztočil kolotoč devalvácií a odvetných

---

<sup>8</sup> Zliatok vážil cez 12 kg.

<sup>9</sup> Vo Veľkej Británii fungoval štandard zlatej zliatky od roku 1925 do roku 1932, bolo stanovené minimálne množstvo libier (1700), ktoré bolo možné zmeniť za zlato (400 uncí).

devalvácií jednotlivých mien. Štáty sa pokúšali devalváciami preniesť krízu na zahraničie v snahe zvýšiť import a podporiť tým domácu produkciu.

Ďalšou modifikovanou podobou zlatého štandardu bol **štandard zlatej devízy**. Ten predstavoval, že bankovky daného štátu neboli priamo zameniteľné za zlato, ale za bankovky a mince iných štátov, ktoré bolo možné vymeniť za zlato. Štandard zlatej devízy bol menou, ktorá bola do značnej miery podobná papierovej mene. Neexistovala možnosť konverzie bankoviek priamo za zlato, zlatá rezerva bola pomerne silno centralizovaná, súkromná držba menového kovu veľmi obmedzená. Jej význam spočíval v tom, že jej existencia bola možná i v prípade, kedy by sa celá svetová zásoba zlata dostala do vlastníctva iba jednej krajiny (*Němeček, 2000*).

V 20-tych rokoch 20. storočia obnovili zlatý štandard vo forme štandardu zlatej devízy krajiny ako ČSR, Rakúsko, Poľsko, Grécko a Taliansko. Štandard zlatej devízy existoval však už pred 1. svetovou vojnou, a to v Rakúsko-Uhorsku (*Němeček, 2000*).

### **2.1.3 Bretton–Woodský menový systém**

V posledných rokoch 2. svetovej vojny sa svetové mocnosti začali zaoberať myšlienkami na povojnové usporiadanie, a hlavne na usporiadanie medzinárodnej menovej a finančnej sústavy. Na medzinárodnej konferencii v Bretton–Woods, ktorá sa konala v dňoch 1. – 22. júla 1944, bolo prijaté kompromisné riešenie. Výsledkom bol vznik Bretton–Woodskeho menového systému (B-W menový systém) a ustanovenie Medzinárodného menového fondu (MMF) a Medzinárodnej banky pre obnovu a rozvoj (IBRD). Systém vstúpil v platnosť v roku 1945 po jeho ratifikácií.

Základnou úlohou B-W menového systému bolo (*Ingram a Dunn, 1993*) nahradiť nedostatok zlata americkými dolármi a súbežne vytvoriť stabilné prostredie pre integráciu svetového hospodárstva. Podstata tohto systému spočívala v pevných kurzoch, vzájomnej zmeniteľnosti mien, záväzku USA kedykoľvek zmeniť doláre za zlato a v poskytnutí úverov členským krajinám z fondu MMF v prípade problémov s platobnou bilanciou.

Vzájomná zmeniteľnosť mien bola realizovaná až v 50-tych rokoch 20. storočia, kedy väčšina členských štátov zaviedla konvertibilitu pre transakcie na bežnom účte. Bol liberalizovaný iba pohyb devíz na bežnom účte, pohyb kapitálu bol liberalizovaný až v 70-tych a 80-tych rokoch 20. storočia vo vyspelých krajinách. Každá mena členského

štátu B-W menového systému bola fixovaná k USD, teda i k zlatu. Na základe takto fixovanej parity boli stanovené vzájomné zmenné kurzy medzi jednotlivými menami, ktoré sa mohli pohybovať v rozsahu  $\pm 1\%$ . V prípade prekročenia pásma musela príslušná centrálna banka intervenovať na devízovom trhu. V povojnovom období získal USD dominantné postavenie a štatút svetovej rezervnej meny (Židek, 2007). Americký dolár sa stal svetovou menou, ktorá bola ako jediná zmeniteľná za zlato v pomere 35 USD za 1 trojskú uncu<sup>10</sup>, vznikol tak zlatý dolárový štandard (Jilek, 2004). V rámci neho mohli požadovať zmeniteľnosť USD za zlato iba centrálné banky jednotlivých krajín, a to iba u FED-u.

Postupom času dochádzalo ku kumulovaniu problémov vo vnútri systému. Išlo hlavne o problém, ktorý súvisel s nadhodnotením a podhodnotením mien. Tento problém bol spôsobený odlišným cenovým vývojom v jednotlivých krajinách. Na druhej strane existoval problém s nedostatkom dolárov a s nedostatkom zlata na krytie emitovaných dolárov. USA malo trvalý deficit bežného účtu a dochádzalo k odlivu dolárov z USA, a následne sa zlato sťahovalo do krajín, ktoré mali prebytky obchodnej bilancie, teda hlavne do Nemecka a Japonska. Fungovanie systému podkopávala i umelo nízko udržiavaná cena zlata, ktorá bola od roku 1934 do roku 1968 na úrovni 35 USD za 1 trojskú uncu (Židek, 2007).

Kríza B-W menového systému naplno prepukla na začiatku 70-tych rokov 20. storočia. Došlo k oslabeniu amerického hospodárstva, USA už nedokázali udržať fixný zmenný kurz dolára za zlato. V auguste 1971 došlo k 10 % devalvácii dolára a k zrušeniu jeho zmeniteľnosti za zlato (Ingram a Dunn, 1993). Týmto krokom bolo ukončené obdobie zlatého dolárového štandardu, a v podstate došlo ku kolapsu B-W menového systému.

#### **2.1.4 Jamajský menový systém**

70-te roky 20. storočia, respektíve ich druhú polovicu možno považovať za „prechodnú fázu“, v ktorej MMS hľadal nový spôsob stabilného fungovania. Na jednej strane tu existovala predstava o možnosti zachovania pozmenenej B-W podoby MMS, druhá strana však patrila plávajúcim kurzom, ktoré ukazovali pozitívne možnosti pri obnove medzinárodnej ekonomickej rovnováhy. V januári 1976 prebehla konferencia v jamajskom meste Kingston, ktorá upravila stanovy MMF, ktoré nasledovne vstúpili v platnosť od 1. apríla 1978. Konferencia predstavovala definitívnu bodku za B-W systémom pevných

---

<sup>10</sup> 1 trojská unca je 31,1035 g zlata o rýdzosti 24 karátov.

menových kurzov viazaných na americký dolár zameniteľný za zlato, bližšie viz *Neumann a kol. (2010)*.

Medzi hlavné zásady, resp. zmeny nového usporiadania MMS, tzv. jamajského, ktoré boli schválené na vyššie spomínanej konferencii, patria (*Neumann a kol., 2010*):

- zrušenie oficiálneho trhu a ceny zlata, zlato však i naďalej zostalo obchodovateľné súkromnými subjektmi a štátnymi inštitúciami za tržné ceny,
- obmedzenie funkcií zlata ako menového kovu, došlo k vyradeniu zlata z oficiálnych menových rezerv a z niektorých transakcií MMF a zlaté rezervy MMF boli čiastočne odpredané<sup>11</sup>,
- za medzinárodnú rezervnú menu boli namiesto amerického dolára zavedené Zvláštne práva čerpania SDR<sup>12</sup>,
- došlo k zrušeniu parít svetových mien ku zlatu a uznaniu floatingu. Každá z členských krajín MMF mohla zvoliť pre ňu najvhodnejší systém menového kurzu.

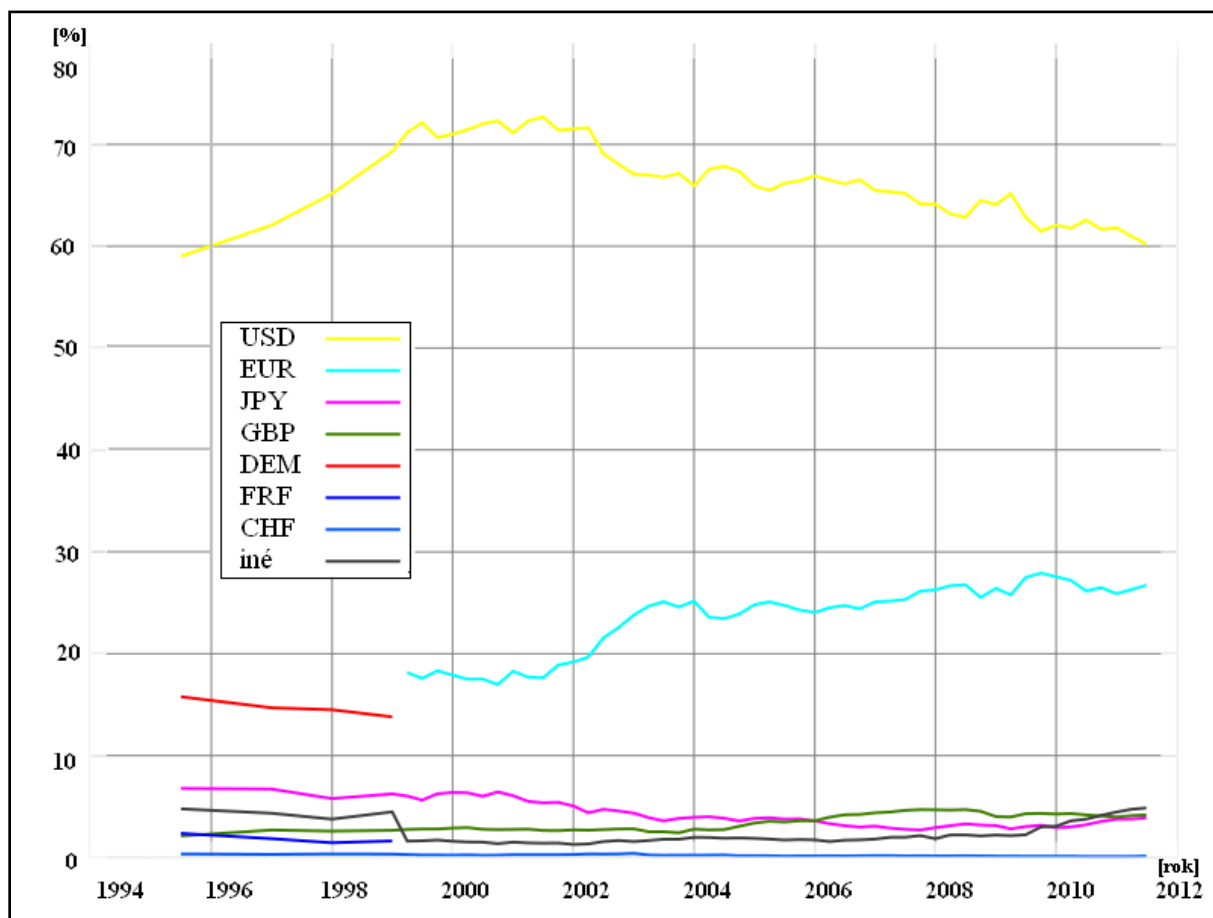
Zavedenie novej medzinárodnej rezervnej meny (SDR) ale nedosiahlo očakávaného významu. Americký dolár síce stratil funkciu zlatej devízy, zostáva však i naďalej najdôležitejšou rezervnou menou. Z dôvodu pretrvávajúcej významnej úlohy doláru je často jamajský systém označovaný ako „**systém dolárového štandardu**“. V súčasnom období, i cez pretrvávajúce významné postavenie dolára vystupujú ako prostriedky medzinárodných devízových rezerv i ďalšie národné (japonský jen, britská libra), či čiastočne i nadnárodné meny (euro). Graf 2.1 prehľadne zobrazuje vývoj podielu jednotlivých mien na svetových devízových rezervách. Z grafu možno súdiť, že najzastúpenejšími menami sú v súčasnosti americký dolár a euro. Meny, ktoré sú zaradené do kategórie „iné“ dosahujú zhruba 4 %-nú úroveň podielu na svetových devízových rezervách.

---

<sup>11</sup> Používanie zlata sa pre menové a finančné účely skončilo. Týmto krokom bol dokončený proces demonetizácie zlata.

<sup>12</sup> SDR (Special Drawing Rights) boli zavedené v roku 1970, slúžia ako alternatívna rezervná mena k doláru. Nemá fyzickú podobu, sú vedené iba na účtoch MMF. Ich hodnota sa pôvodne rovnala 1 USD, avšak od roku 1974 sú konštruované ako košová jednotka, ich hodnota sa určuje denne. Navzdory predpokladom však dosiahli iba minimálneho 3 %-ného podielu na medzinárodných menových rezervách.

**Graf 2.1 Vývoj podielu jednotlivých mien na svetových devízových rezervách (%)**



Zdroj: IMF (2011a), vlastná úprava

Podľa Neumann a kol. (2010) prispel Jamajský systém prostredníctvom „zreálnenia kurzov“ jednotlivých krajín k väčšej symetrii MMS a nastolil autonómiu národných menových politík. Uznanie a následne i zavádzanie plávajúceho menového kurzu umožnilo podstatne rozšíriť stabilizačné pôsobenie k dosiahnutiu vonkajšej (bežný účet) a vnútornej rovnováhy (inflácia, plná zamestnanosť). Súčasne to však viedlo k značnému zvýšeniu kurzovej fluktuácie a neistoty v medzinárodnom obchode. Plávajúci menový kurz neizoluje krajinu od vplyvu zahraničnej inflácie, aj keď uľahčuje jej prispôsobenie sa na ňu v dlhom období.



### 2.1.5 Menové systémy v západnej Európe po 2. svetovej vojne

Obnovenie povojnovej Európy nebolo jednoduché. V roku 1950 zahájila v Európe svoju činnosť **Európska platobná únia**<sup>13</sup> (EPU), ktorá svojím fungovaním celkovo zlepšila európsky systém platieb a mnohostranný platobný styk bol zaistený prostredníctvom Banky pre medzinárodné platby (BIS – Bank for International Settlement). Jej cieľom bolo zjednodušiť platby, umožniť vzájomný obchod medzi krajinami, celkovo prispieť k liberalizácii zahraničného obchodu, obzvlášť vo vzťahu k USA a zaistiť vonkajšiu zmeniteľnosť hlavných mien sveta. Činnosť EPU sa odvíjala na základe dvoch prvkov, a to platobného styku založeného na clearingu a úverového mechanizmu.

Nástupcom EPU bola v druhej polovici 60-tych rokov 20. storočia **Európska menová dohoda** (EMA). Jednalo sa o obdobie, kedy došlo k zavedeniu vonkajšej zmeniteľnosti mien u väčšiny západoeurópskych krajín. Cieľom EMA bolo prispieť k prehĺbeniu integrácie medzi centrálnymi bankami jednotlivých členských krajín, predovšetkým v oblasti vonkajšej zmeniteľnosti národných mien. Dohoda mala predchádzať návratu k bilaterálnym vzťahom.

Rímske zmluvy o založení Európskeho hospodárskeho spoločenstva (EHS) z roku 1958 taktiež bezprostredne neupravovali otázky menovej spolupráce medzi členskými krajinami EHS<sup>14</sup>. Na základe týchto zmlúv mala menová politika iba „vytvárať nevyhnutné podmienky pre vytvorenie a fungovanie spoločného trhu“. Menová politika zostala vo zvrchovanej kompetencii jednotlivých členských krajín EHS. Prvýkrát zaznela myšlienka hlbšej koordinácii menovej politiky členských krajín na zasadaní EHS v roku 1962, kedy bol zdôraznený fakt, že prehĺbenie spolupráce v menovej oblasti je kľúčovým predpokladom k ďalšiemu prehľbovaniu spolupráce v oblasti hospodárskej. Konkrétny podnet k vytvoreniu hospodárskej a menovej únie (HMU) v Európskych spoločenstvách (ES) bol zaznamenaný až na konferencii v Haagu v decembri 1969. Na tejto konferencii bola skupina expertov pod vedením Pierra Wenera<sup>15</sup> poverená vypracovaním plánu prechodu členských krajín ES k HMU.

---

<sup>13</sup> EPU tvorilo Belgicko, Dánsko, Francúzsko, Grécko, Holandsko, Írsko, Island, Luxembursko, Nemecko, Nórsko, Portugalsko, Rakúsko, Švajčiarsko, Švédsko, Taliansko, Turecko a Veľká Británia.

<sup>14</sup> Členskými krajinami v EHS v roku 1958 boli Nemecko, Francúzsko, Taliansko a krajiny Beneluxu.

<sup>15</sup> Luxemburský ministerský predseda a minister financií.

Skupina expertov, ktorá bola poverená vypracovaním plánu prechodu členských krajín ES k HMU vychádzala vo svojej činnosti zo záverov Barreho memoranda<sup>16</sup> (*Lacina a kol., 2007*). Vypracovaný plán, ktorý dostal názov „**Wernerov plán**“, bol predložený expertmi na člene s Pierrom Wernerom Rade ministrov 7. októbra 1970. Jednalo sa o prvý systematický plán ES na zriadenie HMU, ktorá mala byť vytvorená do roku 1980. Bol snahou o kompromis medzi zástancami tzv. korunovačnej teórie<sup>17</sup> a zástancami tzv. teórie lokomotívy<sup>18</sup>. Plán bol podporovaný všetkými štátmi ES, s výnimkou Francúzska, ktoré považovalo plán za prílišný zásah do národnej suverenity.

Wernerov plán predpokladal zavedenie HMU v krajinách ES v troch etapách v priebehu 10-tich rokov, a to zavedením úplnej a neodvolateľnej zmeniteľnosti národných mien pri stabilite menových kurzov a nemennosti menových parít, vytvorením centrálnej menovej inštitúcie – Európskej centrálnej banky (ECB) a zjednotením daňovej sústavy a fiškálnej politiky krajín ES. Okrem iného obsahoval plán i časovú špecifikáciu jednotlivých etáp, detailne však boli analyzované iba prvé dve etapy, tretia etapa bola špecifikovaná iba v obecnej rovine, bližšie *European Commission (2007)*.

Plnenie Wernerovho plánu však bolo narušené vypuknutím medzinárodnej menovej krízy v roku 1971 a pádom B-W menového systému. V roku 1975 bola zverejnená z iniciatívy EK a pod vedením francúzskeho komisára Roberta Marjolina, tzv. Marjolinova správa, ktorá podáva závery prečo bol Wernerov plán vytvorenia HMU v ES neúspešný. Medzi základné dôvody neúspechu je považovaná kurzová nestabilita vyvolaná pádom B-W menového systému, časté devalvácie a revalvácie mien, menová kríza v 70-tych rokoch, absencia politickej vôle a nedostatočné stotožnenie sa s projektom. Oficiálne bol Wernerov plán ukončený v roku 1974 a menová spolupráca krajín ES bola odložená na neurčito.

---

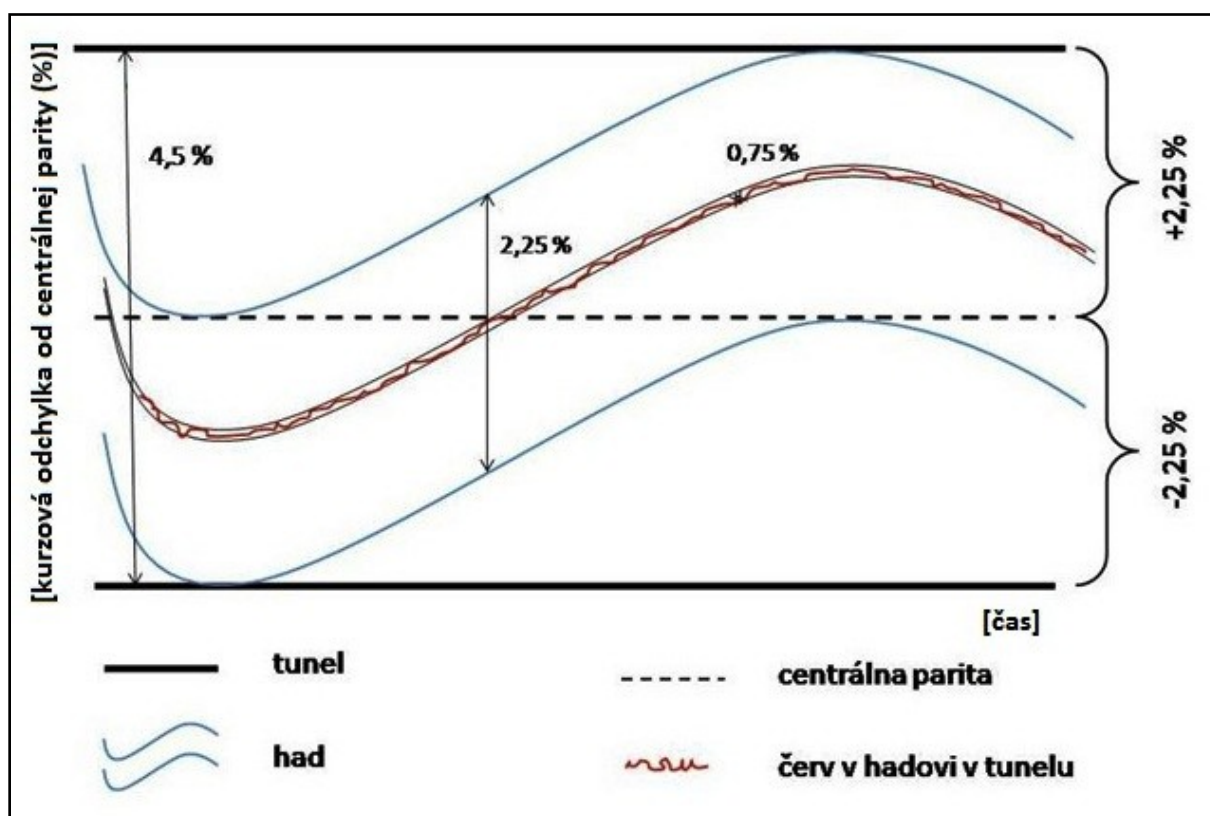
<sup>16</sup> Barreho memorandum pochádza z februára 1969, prostredníctvom neho bola v ES navrhovaná väčšia koordinácia hospodárskych politík štátov ES a užšia menová spolupráca.

<sup>17</sup> Predstavitelia ekonomistického prístupu, zastúpení predovšetkým Nemeckom a Holandskom. Tí argumentovali, že zavedenie menovej únie bude úspešné až v prípade, kedy budú jednotlivé národné ekonomiky dostatočne harmonizované.

<sup>18</sup> Predstavitelia monetaristického prístupu, zastúpení hlavne Francúzskom, Belgickom, Luxemburskom. Podľa nich je menová integrácia základným predpokladom, predstupňom úspešnej hospodárskej integrácie.

Na základe **Smithsoniánskej dohody**<sup>19</sup> z decembra 1971, ktorej cieľom bola stabilizácia menových vzťahov, došlo k rozšíreniu oscilačného pásma menových kurzov z  $\pm 1\%$  na  $\pm 2,25\%$  voči USD. Toto rozpätie sa však zdalo byť príliš široké k prehĺbovaniu menovej integrácie medzi členskými štátmi ES. Centrálné banky krajín ES (vrátane budúcich členov: Dánska, Írska, Nórska a Veľkej Británie) v apríli 1972 znížili oscilačné pásmo menových kurzov medzi členskými štátmi z  $\pm 2,25\%$  na  $\pm 1,125\%$  a zároveň sa zaviazali udržiavať kurzy svojich mien voči nezúčastneným krajinám v rámci stanoveného širšieho rozpätia, bližšie viď *Barnes a Barnes (1995)*. Kurzy mien členských štátov ES sa teda voči USD pohybovali v „**tuneli**“ o šírke  $4,5\%$  a vzájomné kurzy mien členských štátov ES tvorili „**hada**“, ktorého šírka bola  $2,25\%$ . Krajiny Beneluxu dokonca zúžili oscilačné pásmo svojich mien na  $\pm 0,75\%$  od základnej parity, v dôsledku čoho vznikol „**červ v rámci hada v tuneli**“. Graficky je táto situácia zobrazená v grafe 2.2.

**Graf 2.2 Had v tuneli**



Zdroj: vlastná úprava

<sup>19</sup>Po kolapse B-W menového systému nasledovali ďalšie pokusy o vytvorenie nového MMS. Takýmto pokusom bola i Smithsoniánska dohoda, ktorá bola výsledkom jednaní krajín G10 vo Washingtone v roku 1971. Umožnila rozšírenie flukтуаčného pásma menových kurzov o viac ako dvojnásobok v porovnaní s B-W menovým systémom.

Had v tunelu však nezostal dlho vo svojej pôvodnej podobe. V dôsledku nestabilnej medzinárodnej menovej situácie a devalvácií USD dochádzalo k postupnému vystupovaniu a opätovnému vstupovaniu mien krajín ES do „hada“. V júni 1972 vystúpila Veľká Británia, Írsko a Dánsko (ktoré sa do neho v októbri opäť vrátilo), vo februári 1973 Taliansko, bližšie viz *Euroskop (2005 – 2012)*. V marci 1973 bola zrušená povinnosť udržiavať oscilačné pásmo voči USD vo výške  $\pm 2,25\%$  v dôsledku neustáleho znehodnocovania USD. Naďalej však zostala povinnosť udržiavať rozpätie medzi národnými menami členských štátov ES vo výške  $\pm 1,125\%$ <sup>20</sup>. Menový had tak vystúpil z tunela a meny členských krajín sa tak mohli voči USD voľne pohybovať.

### 2.1.6 Európsky menový systém

Pretrvávajúca menová nestabilita vyvolaná prechodom na systém voľne plávajúcich menových kurzov mala za následok urýchlenie snáh o dosiahnutí menovej integrácie v ES. Návrh nového menového systému podporili predovšetkým nemecký kancelár Helmut Schmidt a francúzsky premiér Valéry Giscard d'Estaing. *Marková (2004)* uvádza, že snahou Francúzska bolo spomaliť inflačný vývoj a zastaviť znehodnocovanie francúzskeho franku a Nemecko usilovalo predovšetkým o zastavenie neustáleho zhodnocovania marky. Koncepcia Európskeho menového systému (EMS) bola prvýkrát predstavená v roku 1977, konečnú podobu získal EMS až na zasadnutí Rady ministrov v Brémach v júni 1978.

Do EMS sa zapojili všetky zakladajúce krajiny ES, postupne sa pripojili i nové členské krajiny<sup>21</sup>. Hlavným cieľom EMS bolo zaistiť stabilitu kurzov medzi členskými krajinami ES, prehĺbiť medzi týmito krajinami ekonomickú integráciu a znížiť negatívnu závislosť na vplyvu USD, bližšie viz *Barnes a Barnes (1995)*. Medzi základné prvky tohto systému možno zaradiť európsku menovú jednotku (European Currency Unit – ECU), mechanizmus devízových kurzov (The Exchange Rate Mechanism – ERM) a zvláštny úverový mechanizmus.

---

<sup>20</sup> Túto povinnosť medzi sebou uplatňovali Francúzsko, Nemecko, Luxembursko, Dánsko, Belgicko a Holandsko.

<sup>21</sup> V roku 1984 Grécko, v roku 1989 Španielsko a Portugalsko, v roku 1995 Rakúsko, Fínsko a Švédsko.

a) Európska menová jednotka - ECU

Spoločná zúčtovacia a menová jednotka vytvorená v rámci fungovania EMS v roku 1979. Jej hodnota bola vymedzená pomocou menového koša mien členských krajín zapojených do EMS<sup>22</sup> a menila sa denne, a to v závislosti na zmene vzájomných kurzov mien zastúpených v menovom koši. Podiel národných mien v ECU zodpovedal ekonomickej sile členských krajín ES a menil sa každých 5 rokov<sup>23</sup>. ECU možno rozdeliť na oficiálnu, súkromnú a zelenú. Oficiálna ECU slúžila predovšetkým ako platobný prostriedok medzi centrálnymi bankami členských krajín ES, zúčtovacia jednotka v rámci intervenčného a úverového mechanizmu, menová jednotka rozpočtov európskych inštitúcií, k stanoveniu hodnoty centrálnych kurzov mien členských krajín ES. Bola emitovaná Európskym fondom menovej spolupráce.

Súkromné ECU bolo používané na kapitálových trhoch, nikdy sa ale nestalo v žiadnej krajine oficiálnym platidlom, rovnako ani neobiehalo v podobe bankoviek alebo mincí. Počas svojej existencie bolo zakomponované do pestrej škály finančných inštrumentov (*Dědek, 2008*), ako napr. do obligácií emitovaných subjektmi verejného i súkromného sektora, bankových vkladov a pôžičiek, komerčných cenných papierov, úrokových derivátov obchodovaných na popredných svetových burzách, devízových kontraktov, ktoré zneli na všetky hlavné svetové meny. Zelené ECU bola prepočtová jednotka, ktorá určovala spoločne dohodnuté poľnohospodárske ceny v ES.

b) Mechanizmus devízových kurzov – ERM

ERM nadväzoval na systém menového hada. Bol založený na intervenciách centrálnych bánk, ktorých cieľom bola stabilita menových kurzov. Vzájomné kurzy mien členských krajín ES zapojených do ERM sa mohli pohybovať v rámci určitého povoleného rozpätia, tzv. horného a dolného intervenčného bodu, ktoré bolo stanovené vo výške  $\pm 2,25\%$ <sup>24</sup> (od roku 1993  $\pm 15,0\%$ ) (*Marková, 2004*). Intervencie boli realizované na udržanie

---

<sup>22</sup> Predchodcom ECU bola EUA – Európska zúčtovacia jednotka, bola to košová menová jednotka vytvorená v roku 1975 z 9-tich mien členských štátov ES na základe metódy použitej pri tvorbe SDR. ECU nahradilo EUA v pomere 1 : 1.

<sup>23</sup> V skutočnosti došlo k zmene iba dvakrát, a to v súvislosti s prístupom nových členských štátov ES, a to Grécka, Španielska a Portugalska.

<sup>24</sup> Krajiny však pri vstupe do ERM mohli požiadať o širšie rozpätie kurzu až do výšky  $\pm 6,0\%$ , takáto výnimka bola udelená iba Taliansku.

vzájomných kurzov národných mien a na udržanie kurzov národných mien k ECU. Intervenčný mechanizmus na udržanie vzájomných kurzov národných mien obsahoval marginálne a medzimarginálne intervencie. Marginálne intervencie boli realizované v prípade dosiahnutia príslušného intervenčného pásma a ich úlohou bolo nepripustiť prekročenie povoleného oscilačného pásma. Medzimarginálne intervencie boli realizované pred dosiahnutím intervenčného pásma, boli dobrovoľné a intervenčnou menou bol zvyčajne USD.

c) Zvláštny úverový mechanizmus

Zvláštny úverový mechanizmus predstavuje doplnok k mechanizmu ERM, teda umožňuje jeho dlhodobé fungovanie. Ak sú centrálné banky povinné intervenovať na udržanie stanoveného oscilačného pásma, tak musia mať prístup ku zdrojom, ktoré by mohli používať na zaistenie stability danej meny. V rámci zvláštneho úverového mechanizmu mohli členské štáty ES využívať, viz *Barnes a Barnes (1995)*, mechanizmus veľmi krátkodobej finančnej výpomoci, krátkodobej finančnej výpomoci a mechanizmus strednodobej finančnej výpomoci.

Zavedenie EMS v členských krajinách ES je zväčša hodnotené ako obdobie postupnej stabilizácie európskych zmenných kurzov. Systém však nesplnil všetky očakávania. Európe sa nepodarilo oslobodiť od vplyvu USD, do ERM neboli zapojené všetky krajiny (Švédsko) a v systéme i naďalej pretrvávala dominancia nemeckej marky a menovej politiky Bundesbanky. EMS však predstavoval impulz pre ďalšie prehľbovanie menovej spolupráce členských krajín ES, ktoré vyústilo v zavedení novej meny „euro“ v roku 1999.

## 2.2 Menový kurz

Z predchádzajúceho textu vyplýva, že menový kurz predstavuje jeden zo základných pilierov fungovania MMS. Preto som sa rozhodla, nasledujúcu podkapitolu venovať práve objasneniu jeho problematiky, a s tým súvisiacich faktov. Menový kurz predstavuje pomer výmeny dvoch mien, resp. predstavuje cenu jednej meny vyjadrenej v inej mene (*Jilek, 2004*). Menové kurzy hrajú dôležitú úlohu v medzinárodnom obchode, pretože umožňujú komparovať ceny tovarov a služieb vyprodukovaných v rôznych krajinách. Preto majú veľmi dôležitú úlohu v medzinárodnom obchode. Menové kurzy jednotlivých krajín sú stanovované a publikované denne. Denne dochádza k fluktuáciám menových kurzov

jednotlivých krajín. Tieto zmeny možno označiť i ako apreciaciu alebo deprecáciu<sup>25</sup> (*Krugman a Obstfeld, 2009*). Deprecácia domácej meny zvyšuje ceny dovozu, domáci tovar sa javí ako relatívne lacnejší, a v konečnom dôsledku dochádza k podpore exportu. Naopak, aprecácia domácej meny znižuje ceny dovozu, zahraničný tovar sa javí ako lacnejší, export danej krajiny sa stáva nekonkurenčným a následne dochádza k jeho poklesu.

### 2.2.1 Typy menových kurzov

Teória menových kurzov obsahuje veľmi širokú oblasť poznatkov a problematiky, ktorá sa viaže k tejto téme. Domnievam sa, že je preto nutné ujasniť si predovšetkým základnú typológiu menových kurzov.

Menový kurz možno sledovať v nominálnom (bežné ceny) alebo v reálnom (stále ceny) vyjadrení. Nominálny menový kurz (spotový, promptný kurz) predstavuje cenu jednej meny vyjadrenú v jednotkách druhej meny za použitia priameho<sup>26</sup> poprípade nepriameho<sup>27</sup> kótovania, platnú k určitému časovému okamžiku. Spravidla je vytváraný dianím na devízovom trhu. V súvislosti so stanovením nominálneho menového kurzu sa rozlišuje i nominálny efektívny kurz, ktorý zohľadňuje silu domácej menovej jednotky voči dvom a viac zahraničným jednotkám. Je spravidla konštruovaný ako vážený geometrický priemer vybraných nominálnych kurzov. Na základe neho možno posúdiť, ako sa vyvíjal kurz domácej meny vo vzťahu k ostatným menám (*Neumann a kol., 2010*).

Reálny menový kurz je daný pomerom zahraničnej a domácej cenovej hladiny prepočítaných na spoločnú menu (*Neumann a kol., 2010*). Tento pomer udáva kúpnu silu domácej produkcie v relácii k zahraničným statkom. Z iného pohľadu, ako uvádza *Jurečka a kol. (2004)*, je reálny menový kurz pomerom zahraničných cien k domácim cenám meraných v rovnakej mene. Udáva mieru konkurencieschopnosti krajiny v medzinárodnom obchode. Vyjadruje, koľko jednotiek domácich statkov je potreba na získanie jednej jednotky rovnakého statku zahraničného (*Jurečka a kol., 2004*):

---

<sup>25</sup> Toto označenie sa používa iba pre režim plávajúcich menových kurzov.

<sup>26</sup> Vyjadruje koľko jednotiek domácej meny je potrebné vynaložiť na získanie jednej jednotky zahraničnej meny.

<sup>27</sup> Vyjadruje koľko jednotiek zahraničnej meny je potrebné vynaložiť na získanie jednej jednotky domácej meny.

kde:

- R reálny kurz,
- E nominálny menový kurz,
- P\* zahraničná cenová hladina,
- P domáca cenová hladina.

Rast reálneho kurzu znamená reálne zhodnotenie, t. j. zahraničný tovar je v pomere k tovaru domácemu drahší. V praxi sa táto skutočnosť prejaví rastom dopytu po domácich produktoch, čo spôsobí rast domácej spotreby a vývozu a súčasne poklesne dopyt po zahraničných produktoch, čo spôsobí pokles dovozu. Pokles reálneho kurzu vyvolá opačný jav (*Jurečka a kol., 2004*).

Pre úplnosť typológie menových kurzov je potreba uviesť i charakteristiku ostatných typov menových kurzov. Bilaterálny (dvojstranný) menový kurz udáva pomer dvoch mien, napr. CZK/EUR, EUR/USD, atď. Efektívny (multilaterálny) menový kurz udáva hodnotu domácej meny voči určitému košu mien. Sleduje sa v prípadoch, kedy je potrebné vedieť, ako sa daná mena správala v priemere voči ostatným menám za určité obdobie (*Jurečka a kol., 2004*). Spotový (promtný, okamžitý) menový kurz je kurz, ktorý je platný v danom časovom okamžiku na menových trhoch, jeho výška je stanovená v okamžiku uzatvorenia transakcie, vysporiadanie transakcie však prebehne až za určitú dobu v budúcnosti, spravidla do dvoch obchodných dní od uzavretia transakcie (*Jilek, 2004*). Hodnota forwardového (termínového) menového kurzu je však stanovená v okamžiku uzatvorenia transakcie, ale jej vysporiadanie prebehne až za určitú dobu v budúcnosti. Motívom uzatvárania forwardových kontraktov je ochrana proti riziku nepriaznivého pohybu kurzu v dobe splatnosti forwardu. Výšku tohto kurzu ovplyvňujú faktory ako spotový kurz, úroková sadzba domácej meny a úroková sadzba zahraničnej meny (*Mandel a Tomšík, 2008*). Obecne možno zapísať vzťah pre výpočet forwardového kurzu ako (*Jilek, 2004*):



kde:

$FR_{A/B}$  forwardový menový kurz meny A k mene B,

$SR_{A/B}$  spotový menový kurz meny A k mene B,

$IR_{0,t}^A$  spotová úroková miera platná pre menu A na obdobie  $t$ ,

$IR_{0,t}^B$  spotová úroková miera platná pre menu B na obdobie  $t$ ,

$t$  doba splatnosti forwardu.

### 2.2.2 Faktory ovplyvňujúce výšku menových kurzov

Ako aj ostatné ceny v ekonomike sú determinované prostredníctvom priesečníka ponuky a dopytu, tak i menové kurzy sú determinované vzájomnou interakciou domácností, firiem a finančných inštitúcií, ktorí realizujú nákup a predaj zahraničnej meny prostredníctvom medzinárodných platieb (*Kurgman a Obstfeld, 2009*). Menový kurz je podľa *Jurečka a kol. (2004)* veľmi nestála veličina. Faktory, ktoré podľa neho spôsobujú zmenu rovnovážneho kurzu je celá rada a spravidla sú rozdelené do dvoch základných skupín podľa obdobia (krátke a dlhé obdobie), v ktorom majú najväčšiu účinnosť.

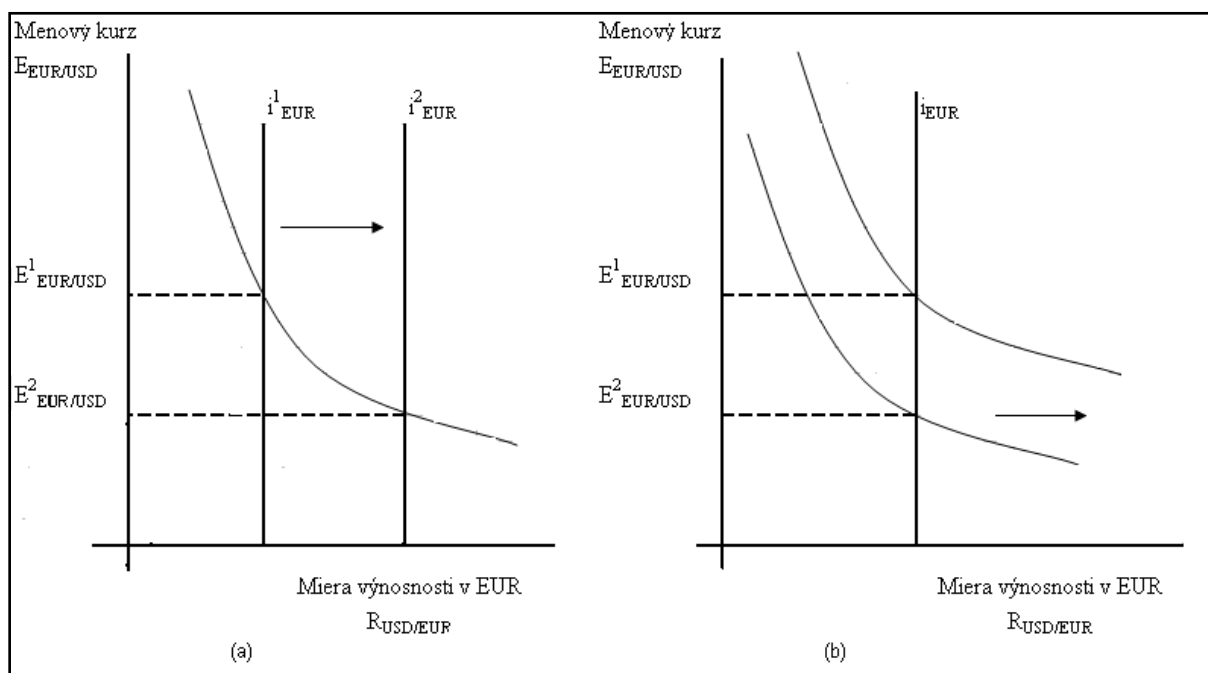
Vychádzajúc z publikácie od *Jurečka a kol. (2004)*, menový kurz v **krátkom období** ovplyvňujú predovšetkým faktory ako zmena úrokových sadzieb, zmena miery inflácie, zmena rastu peňažnej zásoby, zmena miery rastu reálneho dôchodku a očakávanie budúceho vývoja menových kurzov. Pre účely spracovania diplomovej práce som sa rozhodla pre bližšiu špecifikáciu jedného z uvedených faktorov, a to zmeny úrokových sadzieb.

Zmenou úrokových sadzieb, ako faktoru, ktorý krátkodobo ovplyvňuje menový kurz sa zaoberá teória parity úrokových sadzieb. Teória sa snaží vysvetliť krátkodobé pohyby menových kurzov. Poukazuje na to, že zvýšenie úrokových sadzieb v domácej ekonomike povedie ceteris paribus k prílivu portfóliového kapitálu zo zahraničia, teda dôjde k nárastu dopytu po domácej mene a jej krátkodobému zhodnoteniu. Táto teória je postavená na zjednodušených predpokladoch (*Neumann a kol., 2010*):

- domáce a zahraničné aktíva sa nelíšia svojou likviditou,
- domáce a zahraničné aktíva sú rovnako rizikové,
- investori nepreferujú investície v jednej krajine pred investíciami v inej krajine z iných než ziskových dôvodov,
- domáce a zahraničné aktíva sa môžu líšiť iba svojimi výnosmi.

Za predpokladu disponovania dvoch svetových mien (USD a EUR) sa pokúsim o vysvetlenie vplyvu zmeny úrokovej miery na menový kurz. Graf 2.3 poukazuje na vplyv rastu domácej a zahraničnej úrokovej miery na menový kurz EUR. Za domácu úrokovú mieru je považovaná úroková miera EUR. V prípade, že eurozóna pristúpi k reštriktívnej monetárnej politike, zvýši sa úroková miera v eurozóne a miera výnosnosti sa ceteris paribus zvýši. Táto situácia povedie k zvýšeniu dopytu po eure a celkovo k apreciácii eura, ako je možné vidieť v grafe 2.3a. Zatiaľ čo rast zahraničnej úrokovej miery (úrokovej miery USD) povedie k zvýšeniu výnosnosti depozít znejúcich na USD. Dôjde k zvýšeniu dopytu po dolároch, čo sa odzrkadlí v apreciácii kurzu USD. Domáci menový kurz (menový kurz EUR) na základe takejto situácie deprecie, pričom úroková miera EUR zostáva nezmenená, ako je možné vidieť v grafe 2.3b.

**Graf 2.3 Vplyv rastu domácej a zahraničnej úrokovej miery na menový kurz EUR**



Zdroj: Krugman a Obstfeld (2009), vlastná úprava

Ako uvádza Neumann a kol. (2010) teóriu parity úrokových sadzieb možno ďalej rozčleniť na nekrytú a krytú. Podľa nekrytej parity úrokových sadzieb rovnováha na medzinárodnom trhu aktív nastáva v situácii, kedy je očakávaný výnos všetkých aktív denominovaných v rôznych menách rovnaký, a aktíva ponúkajú vo všetkých krajinách rovnaký očakávaný výnos. V takomto prípade nemajú investori motiváciu akýmkoľvek spôsobom reštrukturalizovať svoje medzinárodné portfólia. Ich rovnováha nastáva ak platí (Mandel a Tomšík, 2008):

$$\frac{1}{1 + IR_{D,t}^{t+n}} \frac{1}{1 + IR_{F,t}^{t+n}} \frac{E_t(SR_{t+n})}{SR_t} = 1, \quad (2.3)$$

kde:

$IR_{D,t}^{t+n}$	domáca úroková miera pre obdobie $t$ až $t + n$ ,
$IR_{F,t}^{t+n}$	zahraničná úroková miera pre obdobie $t$ až $t + n$ ,
$E_t(SR_{t+n})$	očakávaná hodnota spotového kurzu v čase $t$ pre čas $t + n$ ,
$SR_t$	spotový kurz v čase $t$ ,
$t$	doba splatnosti,
$n$	hodnota prirodzeného čísla.

Hypotéza o zhodnotení menového kurzu pri rastu úrokovej miere transformuje nekrytú úrokovú paritu na funkčný vzťah (*Mandel a Tomšík, 2008*):

$$\frac{1}{1 + IR_{D,t}^{t+n}} \frac{1}{1 + IR_{F,t}^{t+n}} \frac{E_t(SR_{t+n})}{SR_t} = 1, \quad (2.4)$$

kde použité symboly odpovedajú predchádzajúcemu značeniu.

Skutočná hodnota spotového kurzu je teda ovplyvňovaná vývojom očakávanej hodnoty spotového kurzu a vývojom pomeru úrokových faktorov. Zvýšenie domácej úrokovej miery by *ceteris paribus* malo viesť k apreciácii spotového kurzu domácej meny.

V prípade krytej parity úrokových sadzieb hovoríme vtedy, ak je nákup zahraničného depozita realizovaný prostredníctvom forwardového menového kurzu, ktorý umožňuje investorom zaistiť sa proti kurzovému riziku. Investor sa rozhodne pre nákup zahraničného depozita iba vtedy, ak bude očakávaný výnos zo zahraničného depozita vyšší než domáca úroková sadzba navýšená o rizikovú prémie (*Neumann a kol., 2010*).

**V dlhom období** sú menové kurzy podľa *Mishkina (2009)* ovplyvňované predovšetkým zmenou cenovej hladiny, existujúcimi bariérami obchodu, zmenou – nárastom preferencií domáceho tovaru zo strany zahraničných spotrebiteľov a rastom produktivity, čo je jednoducho popísané v modeli teórie parity kúpnej sily (PKS). Táto teória existuje v dvoch verziách, t. j. v absolútnej, ktorá sa snaží o objektívny prepočet absolútnej hodnoty menového kurzu a relatívnej, ktorá hľadá vzájomný vzťah medzi pohybmi cenových hladín a menových kurzov (*Revenda a kol., 2000*).

Absolútna verzia teórie PKS tvrdí, že menový kurz medzi dvoma menami je určený pomerom cenových hladín v príslušných dvoch krajinách. Vychádza zo zákona jednej ceny, ktorého autorom bol *Jean Baptiste Say*<sup>28</sup> in (*Holman a kol., 2005*). Vychádzajúc z poznatkov tejto teórie vyplýva, že menový kurz dvoch mien by mal byť na takej úrovni, aby vnútorná kúpna sila oboch mien bola zhodná s ich vonkajšou kúpnu silou. Porovnáva cenové hladiny dvoch krajín na základe konštrukcie spotrebného koša. Spotrebný kôš každej krajiny odráža typickú štruktúru spotreby obyvateľ danej krajiny, môže sa v jednotlivých krajinách líšiť. Empirické overovanie platnosti tejto teórie je teda dosť zložitá. Výpočet rovnovážneho menového kurzu podľa absolútnej verzie vychádza zo vzorca (*Revenda a kol., 2000*):

$$\frac{ER_{PPP}(A/B)}{1} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{P_{A,i}}{P_{B,i}} q_i}{\sum_{i=1}^n q_i}, \quad (2.5)$$

kde:

$ER_{PPP}(A/B)$  rovnovážny menový kurz podľa absolútnej verzie teórie PKS,

$P_{A,i}$  cena i-tého tovaru v krajine A,

$P_{B,i}$  cena i-tého tovaru v krajine B,

$q_i$  váha i-tého tovaru v spotrebiteľskom koši,

$n$  hodnota prirodzeného čísla.

Relatívna verzia teórie PKS tvrdí, že pre konečný pohyb menového kurzu je rozhodujúce rozdielne tempo vývoja cenových hladín v príslušných krajinách, teda sleduje relatívnu zmenu menového kurzu za určité obdobie (*Revenda a kol., 2000*).

### 2.2.3 Režimy menových kurzov

Ako bolo v predchádzajúcom texte spomenuté, vývoj menového kurzu ovplyvňuje rad faktorov, ktoré majú v konečnom dôsledku dopad na vývoj HDP danej krajiny. Jednotlivé monetárne či vládne authority sa snažia stabilizovať menový kurz i pomocou zvoleného režimu menových kurzov. V súčasnosti existuje viacero režimov menových kurzov. Tie sa líšia pravidlami, ktoré sa používajú pri determinácii menového kurzu alebo ktoré sa využívajú pre riadenie menového kurzu pri realizácii medzinárodných transakcií (*Daniels a VanHoose, 1999*).

<sup>28</sup> Významný predstaviteľ francúzskej vetvy klasickej politickej ekonómie.

Pri klasifikácii režimov menového kurzu je nutné rozlišovať medzi menou zmeniteľnou a nezmeniteľnou. Hodnota nezmeniteľnej meny je pevne stanovená centrálnymi orgánmi štátu a je z dlhodobého hľadiska nepružná. Zmeniteľná mena predstavuje menu, ktorá je úplne alebo čiastočne zmeniteľná za inú menu, resp. neexistujú žiadne alebo len veľmi malé reštrikcie, ktoré sa týkajú práva jednotlivcov, spoločností alebo inštitúcií nakupovať alebo predávať menu. Režimy menových kurzov zmeniteľných mien možno deliť na dve hlavné skupiny, a to na fixné a plávajúce (*Kučerová, 2008*).

**Režim plávajúceho kurzu**, inak nazývaný i floating, predstavuje režim menového kurzu, kedy je menový kurz výsledkom pôsobenia tržných faktorov. Podľa toho, do akej miery centrálna autorita zasahuje do vývoja tohto kurzu rozlišujeme medzi čistým plávajúcim kurzom (clean floating, free floating) a medzi riadeným plávajúcim kurzom (managed floating).

**V režime voľne plávajúceho kurzu** je menový kurz výlučne závislý na trhu, teda na ponuke a na dopyte po danej mene. Centrálna banka, či iná štátna inštitúcia nerealizuje intervenčné zásahy s cieľom posilniť či oslabiť menový kurz domácej meny. Cudzomenové rezervy centrálnej banky zostávajú konštantné, nezvyšujú sa, ani neznižujú (*Jilek, 2004*). Menový kurz v režime voľne plávajúceho kurzu je ovplyvňovaný vývojom inflácie a úrokovej miery, pretože reaguje na zmenu ponuky a dopytu danej meny na devízovom trhu.

*Krugman a Obstfeld (2009)* vidia výhody tohto menového režimu v dvoch argumentoch. Po prvé sa jedná o skutočnosť, že centrálna banka realizuje nezávislú monetárnu politiku, nemusí sa teda zaoberať udržiavaním menového kurzu na stanovenej úrovni a môže svoju monetárnu politiku zamerať na dosiahnutie vonkajšej i vnútornej rovnováhy. Po druhé, menový kurz vystupuje ako automatický stabilizátor, t. j. rýchle prispôbenie menového kurzu je realizované prostredníctvom jeho determinácie tržnými silami. Poskytuje teda možnosť udržania vonkajšej i vnútornej rovnováhy prostredníctvom zmien v agregátnom dopyte.

Tá istá dvojica autorov (*Krugman a Obstfeld, 2009*) rozoberá vo svojej publikácii i negatíva, nevýhody režimu voľne plávajúceho kurzu. Doprevádzaným javom môže byť podľa nich vyššia inflácia, ktorej dôvodom je vplyv apreciacie/depreciácie na domácu cenovú hladinu, ktorý nebýva rovnaký a vyššia volatilita kurzov. Kurzy sa môžu vyvíjať v závislosti na trhu, môžu nadobúdať rôzne hodnoty. Riziko možného kolísania kurzu si uvedomujú

výrobcovia a následne ho pripočítavajú k cene výrobkov. Táto situácia má tiež negatívny vplyv na rast medzinárodného obchodu a investícií. V neposlednom rade je nutné ako negatívum režimu uviesť destabilizujúce špekulácie na menový kurz, ktoré vedú k jeho väčšej volatilite a majú následne i destabilizujúci vplyv na platobnú bilanciu krajiny.

**Režim riadeného plávajúceho kurzu** je menový režim, ktorý predstavuje kombináciu plávajúceho a fixného kurzu. Centrálna banka môže zasiahnuť do vývoja menového kurzu prostredníctvom kurzových intervencií a krátkodobo menový kurz danej krajiny sterilizovať. Nie je však k tomu nijako viazaná predtým stanoveným menovým kurzom, či pásmom oscilácie okolo menového kurzu, ako v prípade fixného menového režimu (*Krugman a Obstfeld, 2009*).

Medzi hlavné argumenty zástancov riadeného floatingu patria skutočnosti, že tento menový režim umožňuje krátkodobo stabilizovať kurz a následne tak zabrániť jeho neúmerným výkyvom. Znižuje riziko a neistotu v medzinárodnom obchode a investovaní, a v neposlednej rade vytvára predpoklady k tomu, aby menový kurz v dlhom období odrážal inflačný diferenciál a ostatné základné dlhodobé determinanty kurzu (*Kučerová, 2008*).

Nevýhody tohto režimu sa môžu prejavovať, bližšie *Durčáková a Mandel (2007)*, ak začne daná krajina intervenovať. Tieto intervencie spravidla bývajú nákladnejšie než v prípade fixného kurzu, a to z dôvodu absencie určitého pásma oscilácie, a tým väčšej neistoty. Rovnako možno za nevýhodu považovať i skutočnosť, ak intervenuje centrálna banka malej otvorenej ekonomiky, pretože jej schopnosť dokázať ovplyvniť kurz svojej meny je veľmi malá. Za týmto účelom bývajú často uzatvárané dohody o tzv. koordinovaných intervenciách, kedy sa niekoľko krajín dohodne na spoločnom postupe v oblasti kurzovej politiky.

**Režim fixného kurzu** predstavuje režim menového kurzu, kedy centrálna banka, či iná štátna inštitúcia udržiava prostredníctvom intervencií menový kurz danej krajiny voči referenčnej mene, poprípade k určitému košu mien v menovom pásme. Ak sa vyskytnú tlaky na posilnenie či oslabenie domácej meny a menový kurz sa začne približovať k okraju fluktuálneho pásma, potom centrálna banka alebo iná štátna inštitúcia je povinná zasiahnuť. K takýmto zásahom využíva intervencie na nákup či predaj cudzej meny za domácu menu v snahe zamedziť ďalšiemu posilňovaniu či oslabovaniu domácej meny. Centrálna banka

alebo iná štátna inštitúcia tak nemá žiadnu voľnosť v riadení svojich devízových rezerv, bližšie viz *Jilek (2004)*.

Medzi hlavné výhody režimu fixného kurzu možno zaradiť argumenty, ktoré poukazujú na zlepšenie disciplíny hospodárskej politiky v danej krajine. Prispieva k obmedzovaniu kurzového rizika v oblasti medzinárodnej obchodnej zmeny a kapitálových transakcií, ale i k zlepšeniu stability prostredia pre rozvoj medzinárodného obchodu, investovania a celkovej medzinárodnej menovej spolupráce (*Kučerová, 2008*). Medzi hlavné nevýhody tohto menového režimu možno považovať stratu nezávislosti monetárnej politiky, resp. stratu možnosti využitia kurzu ako nástroja kurzovej politiky, ktoré súvisí s príliš úzkym obmedzením pohybu menového kurzu. Okrem iného je potrebné udržiavať zo strany monetárnej autority veľký objem devízových rezerv, ktoré sú nutné k realizácii menových intervencií, a ktoré do istej miery obmedzujú súkromnú medzinárodnú likviditu.

Vyššie uvedené výhody a nevýhody sú spoločné pre režim fixného kurzu ako celok. V praxi v rámci tohto systému rozlišujeme tri špecifické režimy fixného kurzu, ktorých vlastnosti sa môžu navzájom čiastočne líšiť.

**Režim fixného kurzu s obmedzeným pásmom oscilácie** je menový režim, kedy menový kurz domácej meny má stanovenú centrálnu paritu a súčasne i pásma oscilácie, v rámci ktorých sa môže voľne pohybovať. Ak kurz danej meny prekročí stanovené pásmo, je centrálna banka príslušného štátu povinná intervenovať na devízovom trhu s cieľom návratu kurzu do pásma oscilácie. Ak však centrálna banka nie je schopná zaistiť návrat menového kurzu späť do oscilačného pásma, musí dôjsť k zmene centrálnej parity alebo pásma<sup>29</sup> (*Kučerová, 2008*).

**Režim fixného kurzu s posuvným zavesením** predstavuje podľa *Jilka (2004)* posuvné zavesenie s častou oficiálnou korekciou menového kurzu meny pripojenej na inú menu, či na kôš iných mien. V pravidelných a predtým stanovených krokoch dochádza k zmenám centrálnej parity. Pásma oscilácie môžu byť stanovené, ale nemusia. To závisí od typu posuvného zavesenia. Rovnako sa môžu líšiť metódy, na základe ktorých dochádza k zmenám centrálnej parity. Tento režim je často používaný v krajinách s vysokou mierou inflácie, kedy napomáha k zníženiu tempa rastu cenovej hladiny prostredníctvom znižovania

---

<sup>29</sup> Ak je centrálna banka nútená zmeniť centrálnu paritu v zmysle oslabenia meny tak hovoríme o devalvácii. V opačnom prípade je zmena centrálnej parity považovaná za revalváciu.

tempa depreciaácie. Ako výhodu možno považovať i dopredu ohlásené zmeny menového kurzu, ktoré stabilizujú presuny špekulatívneho kapitálu (*Durčáková a Mandel, 2007*).

**Režim fixného kurzu s neodvolateľnou centrálnou paritou** je predstavovaný v podobe **menového výboru**. Menový výbor je podľa *Jílka (2004)* pevné ukotvenie domácej meny na určitú zahraničnú menu. Je silnejším napojením na určitú menu než pevný kurz, pretože menové pásmo prakticky zaniká. Menový výbor drží aktíva v danej zahraničnej mene vo výške, ktorá sa rovná minimálne emitovanému obeživu, t. j. cudzomenovej rezervy centrálnej banky zďaleka nepokrývajú všetku peňažnú zásobu v domácej mene. Tento režim je často využívaný v krízových situáciách za účelom stabilizácie menového kurzu a inflácie. V praxi existujú dve podoby menového výboru, a to ortodoxný<sup>30</sup> a moderný menový výbor.

Menový výbor je menový orgán, ktorý emituje peniaze v podobe hotovosti a rezerv bánk zmeniteľné za cudziu menu, ktorá je stanovená ako rezervná mena (kotva), v závislosti na výške devízových rezerv a v stanovenom percentuálnom krytí<sup>31</sup> (*Revenda a kol., 2000*). Do devízových rezerv za účelom krytia domácej meny možno zahrnúť i zásoby zlata v menovom výbore. Zisk menového výboru závisí od rozdielu medzi úrokmi z jeho rezerv a nákladmi na zavedenie bankoviek a mincí do obehu (ražobné). Tieto výdavky sú zvyčajne menšie než 1 % majetku menového výboru za rok. Ortodoxný menový výbor nemá žiadny priestor pre voľnú úvahu v oblasti monetárnej politiky a nesnaží sa ovplyvňovať úrokové sadzby stanovením diskontnej úrokovej sadzby, ktorá je typickým nástrojom centrálnej banky. Jeho operácie sú úplne pasívne a automatické. Jedinou funkciou menového výboru je výmena bankoviek a mincí za rezervnú menu za pevne danú úrokovú sadzbu. Menový výbor v ortodoxnej podobe nemá žiaden podiel na zisku komerčných bánk. Na druhej strane nemá žiadnu zodpovednosť za fungovanie týchto bánk, teda nevykonáva funkciu veriteľa poslednej inštancie (*Currency Boards and Dollarization, 2008*).

Výhody menového výboru vyplývajú predovšetkým z jednoduchosti tohto systému a z obmedzenia zásahov v menovej a kurzovej politike, čo pramení z prísnych pravidiel fungovania tohto systému. Za nevýhody menového výboru možno považovať po čase i pevnú

---

<sup>30</sup> Základným rozdielom medzi ortodoxným a moderným menovým výborom je existencia centrálnej banky. V súčasnosti nemá žiadna krajina na svete zavedený systém ortodoxného menového výboru. Režim moderného menového výboru využívajú krajiny ako Bosna a Hercegovina, Litva, Bulharsko, Honkong, atď.

<sup>31</sup> Menový výbor však často drží rezervy vo výške 105 % alebo 110 % svojich záväzkov, a to z dôvodu zaistenia ochrany pre dlhopisy, ktoré strácajú na hodnote.



fixáciu nominálneho menového kurzu. Od tohto kurzu štáty očakávajú dosiahnutie menovej stability. Po období stabilizácie dochádza však vo väčšine krajín k hospodárskemu rozmachu, ktorý so sebou prináša i reálne posilňovanie meny. Pri apreciácii domácej meny a zafixovanom nominálnom kurze dochádza k deflácií, ktorá spôsobuje, že dlžníci musia splácať hodnotnejšiu menu, čo vedie k zbrzdzeniu hospodárskeho rastu (*Currency Boards and Dollarization, 2008*). Ďalším problémom môže byť náchylnosť finančného systému ku kolapsu alebo absencia funkcií centrálnej banky.

## **2.3 Mena ako súčasť medzinárodného menového systému**

Za menu možno podľa *Němečka (2000)* považovať štátom uznaný a upravený druh peňazí, ktorý plní peňažnú funkciu na určitom štátnom území. Mena predstavuje právnu formu peňazí. Úprava meny je výrazom štátnej suverenity, ktorej súčasťou je i menová suverenita. Jedná sa síce o menu štátu, ale v praxi je často označovaná ako mena národná.

Úprava národnej meny vždy vyžaduje úpravu národného menového systému, ktorý je upravený tým, že je stanovená národná menová jednotka (a jej názov), a je určený spôsob emisie peňazí tejto meny. Každá mena musí mať ústrednú menovú inštitúciu ako emitenta peňažnej masy v danej krajine, ktorej primárny cieľ je stabilita meny. Každý ústrednej menovej inštitúcií – banke je spravidla predpísaný i stupeň, forma a rozsah konvertibility peňazí danej meny. Konvertibilitou sa daný národný menový systém napojuje na menový systém medzinárodný a stupňom a rozsahom konvertibility sa líšia i typy národných mien.

Počet jednotlivých národných mien vo svete sa zvyšoval približne tak, ako sa zväčšoval počet štátov s vlastnou menovou suverenitou. V roku 1913 to bolo 50 mien, v roku 1939 už 71 mien a v súčasnosti štatistiky uvádzajú 166 národných mien a 4 spoločné meny (euro, východoafrický a stredoafrický CFA frank a východokaribský dolár), bližšie viz *Němeček (2000)*. MMS je teda tvorený z rôznych typov mien.

## **2.4 Zhrnutie**

Obsahovo je celá kapitola zameraná na objasnenie problematiky týkajúcej sa MMS. Ako už bolo spomenuté, MMS predstavuje sústavu peňažných vzťahov v svetovej

ekonomike. Zároveň vytvára podmienky pre rozvoj výroby, zmeny a deľby práce v rámci celého svetového hospodárstva. Zmyslom tejto kapitoly je vytvoriť teoretický podklad k hlbšej analýze úlohy eura v MMS. K pochopeniu fungovania súčasného MMS je potreba poznať históriu tohto systému, ktorá je na začiatku kapitoly rozoberaná od éry zlatého štandardu, vrátane jednotlivých modifikovaných podôb, cez založenie, fungovanie a pád B-W menového systému, až po výsledky Jamajskej konferencie v Kingstone. Dôležitú úlohu v MMS zohráva i menový kurz a režimy menových kurzov, ktoré jednotlivé krajiny používajú. Domnievam sa, že ich analýza je nevyhnutná pre lepšie pochopenie princípov fungovania MMS. Preto sa v subkapitole venovanej menovému kurzu venujem jeho základnej typológii, faktorom, ktoré ovplyvňujú jeho výšku a jednotlivým režimom menových kurzov. V nasledujúcej kapitole diplomovej práce sa budem zaoberať teóriou vzniku svetovej meny a následne historickým vývojom eura ako svetovej meny, pričom základné fakty o jeho vývoji, predchádzajúcich menových systémoch v krajinách ES sú obsahovo zakomponované už do tejto kapitoly, z hľadiska časovej a logickej nadväznosti. V závere kapitoly sú načrtnuté aj obecné charakteristiky o mene.

### 3 Historický vývoj eura ako svetovej meny

Vyplývajú z historických súvislostí, ktoré bližšie popisuje *Němeček (2000)*, vystupuje v MMS zo zmesi národných mien, menových zoskupení a regionálnych menových systémov vždy iba niekoľko málo mien, ktoré skutočne slúžia v medzinárodnom platobnom styku a v medzinárodnom pohybe kapitálu ako platidlo. Možno v konečnom dôsledku hovoriť o tom, že tieto meny sú rezervnými a ukladajúcimi menami. Prostredníctvom týchto základných charakteristík sa tieto meny stávajú svetovými menami. V povojnovom období si pozíciu svetovej meny vydobyl americký dolár (USD). V súčasnosti si táto mena i naďalej udržuje vedúce postavenie. Je však často dopĺňovaná i inými menami, predovšetkým v závislosti na geografických aspektoch, t. j. eurom (EUR) a japonským jenom (JPY).

#### 3.1 Teória vzniku svetovej meny

Medzinárodné alebo svetové postavenie mena získava vtedy, ak ju bežne používajú i rezidenti a nerezidenti krajín, kde nebola oficiálne emitovaná. Z obecného hľadiska je na mieste pripomenúť, že každá mena plní tri základné funkcie, a to: je prostriedkom zmeny, uchovávateľom hodnôt a zúčtovacou jednotkou. *Lacina a kol. (2007)* podrobne popisujú tieto základné funkcie i ako funkcie svetovej meny. Ako prostriedok zmeny používajú podľa nich svetovú menu i nerezidenti pri vysporiadaní svojich záväzkov a pohľadávok v medzinárodnom obchode, alebo pri cezhraničných kapitálových tokoch. Ak daná mena získa určitú pozíciu „prostredníka“, tak medzinárodní investori či obchodníci vysporiadávajú svoje záväzky a pohľadávky nepriamo, prostredníctvom danej meny. Existencia pozície „prostredníka“ v medzinárodných transakciách predstavuje pre danú menu určitý stupeň dominantného postavenia na medzinárodných devízových trhoch. Funkciu zúčtovacej jednotky plní svetová mena, ak sa v nej realizuje fakturácia za dodávku tovarov a služieb v medzinárodnom obchode alebo sú v nej denominované nové emisie cenných papierov, či pôžičky mimo územia domácej ekonomiky. Vo viacerých prípadoch sa jedná iba o plnenie funkcie vyjadrovateľa ceny, pretože platby môžu v skutočnosti prebehnúť v mene inej. V prípade funkcie uchovávateľa hodnôt slúži svetová mena k zachovaniu hodnoty úspor daných subjektov.

Podľa *Benaříka (2009)* možno však funkcie svetovej meny rozšíriť o tri ďalšie. Jedná sa o funkciu intervencie, ktorá znamená užívanie meny inými centrálnymi bankami

pre intervenčné účely, o funkciu zavesenia („peg“), ktorá označuje fixáciu iných mien práve na túto svetovú menu a v neposlednej rade sa jedná o funkciu, ktorá spočíva v tom, že danú menu používajú iné centrálné banky ako menu rezervnú. Obecne vzato, ak je daná mena veľmi dominantná v určitej oblasti, tak táto dominancia má tendenciu posilňovať jej pozíciu i v plnení ostatných funkcií.

Aby mena získala štatút svetovej meny je dôležité, aby splňovala určité podmienky, ktoré sú nutné na zaradenie príslušnej meny do kategórie „svetová“. Jedná sa predovšetkým o podmienky, o ktoré sa vo svojej štúdii opiera *Hartmann (2002)*, a to:

- dostatočne široký, hlboký a otvorený domáci finančný trh,
- stabilná mena a dôvera v jej budúcu stabilitu,
- veľkosť, sila a medzinárodné prepojenie domácej ekonomiky,
- určitý faktor zotrvačného vnímania.

Pre účely spracovania diplomovej práce budú v nasledujúcich častiach tejto podkapitoly rozpracované vyššie uvedené podmienky, na základe ktorých možno posúdiť, či daná mena (euro) patrí do kategórie „svetová“.

### 3.1.1 Dostatočne široký, hlboký a otvorený domáci finančný trh

Efektívne fungujúci, dostatočne veľký a likvidný domáci finančný trh je hlavným predpokladom pre presadenie meny na medzinárodnom poli. Finančné toky a špekulácie s menami v súčasnosti objemovo mnohonásobne prevyšujú medzinárodný pohyb tovarov a služieb. Veľkosť a likvidita domáceho finančného trhu výrazne ovplyvňuje ich atraktivitu pre investorov a poukazuje na možné využitie danej meny pri vysporiadaní medzinárodných transakcií. Likvidnejšie trhy sú spojené s nižšími transakčnými nákladmi a nižšou volatilitou, bližšie k problematike viz *Lacina a kol. (2007)*. Navyše, vyspelé finančné trhy majú zvyčajne rozvinutejšie derivátové trhy, ktoré ponúkajú širší výber inštrumentov umožňujúcich jednoduchšie zaistenie.

**Tabuľka 3.1 Veľkosť akciového trhu v EU 27, USA a Japonsku v roku 2009 (mld. €)**

	<b>Celková tržná kapitalizácia - akciový trh</b>	<b>Obrat na akciovom trhu</b>
<b>EU 27</b>	4 654,56	8 270 569,0
<b>USA</b>	12 088,03	21 932 787,0
<b>Japonsko</b>	207,50	2 963 498,0

Zdroj: Eurostat (2012a), vlastná úprava

V dôsledku porovnania veľkosti a obratu na akciovom trhu EU 27, USA a Japonska vyplýva, že bezpochyby najväčší akciový trh pripadá na USA, na druhom mieste je EU 27, vyplýva to z údajov uvedených v tabuľke 3.1. Podstatné je však zdôrazniť fakt, že pri porovnávaní akciového trhu EU 27 s inými je nutné zohľadniť úroveň integrácie európskych akciových trhov. Tie nevystupujú ako jeden národný akciový trh. Poskytovanie finančných služieb cez hranice EU neprebíha rovnako efektívne ako v rámci národných trhov. Existujú tu určité prekážky a obmedzenia vyplývajúce z rozdielných národných legislatív a podstatnú váhu má i fakt, že nie všetky členské krajiny EU sú členmi eurozóny. Jedná sa predovšetkým o veľké Poľsko alebo Veľkú Britániu, ktorá sa vyznačuje vysoko vyspelým finančným trhom. V EU 27, resp. v eurozóne dosiahol najvyšší stupeň integrácie peňažný trh, a to práve dôsledkom zavedenia eura.

### **3.1.2 Stabilná mena a dôvera v jej budúcu stabilitu**

Vnútna a vonkajšia stabilita ekonomiky danej krajiny podmieňuje stabilitu meny a významným spôsobom pôsobí na ochotu subjektov držať konkrétnu menu a aktíva v nej denominované. Ceteris paribus, je pre investorov a obchodníkov výhodnejšie držať menu krajiny, ktorá vykazuje nízku mieru inflácie (vnútorná stabilita) a stabilný menový kurz (vonkajšia stabilita), pretože ich neohrozuje riziko znehodnotenia ich hotovostných zostatkov a úspor.

Nízka miera inflácie a jej stabilný vývoj meraný pomocou harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien<sup>32</sup> (HICP) je jeden z faktorov, pomocou ktorých možno porovnávať vnútornú stabilitu meny. Vyplývajúc z grafu 3.1 možno konštatovať, že vývoj inflácie v eurozóne a v USA sa pohyboval od sledovaného roku 2000 až po rok 2007 takmer v zrovnateľnom pomere. Faktom však je, že vývoj inflácie v eurozóne v tomto období je pomerne stabilnejší než v USA. Miera inflácie v Japonsku sa v tomto období pohybuje na úrovni deflácie, japonská ekonomika je i v tomto období zasiahnutá miernou recesiou. K miernemu nárastu miery inflácie dochádza od roku 2007 a vrcholí v prvých mesiacoch roku 2008, kedy v USA, eurozóne i Japonsku vrcholí konjunktúra. Zlom pomerne stabilného vývoja miery inflácie možno pozorovať od roku 2008, kedy svetovú ekonomiku zasiahla

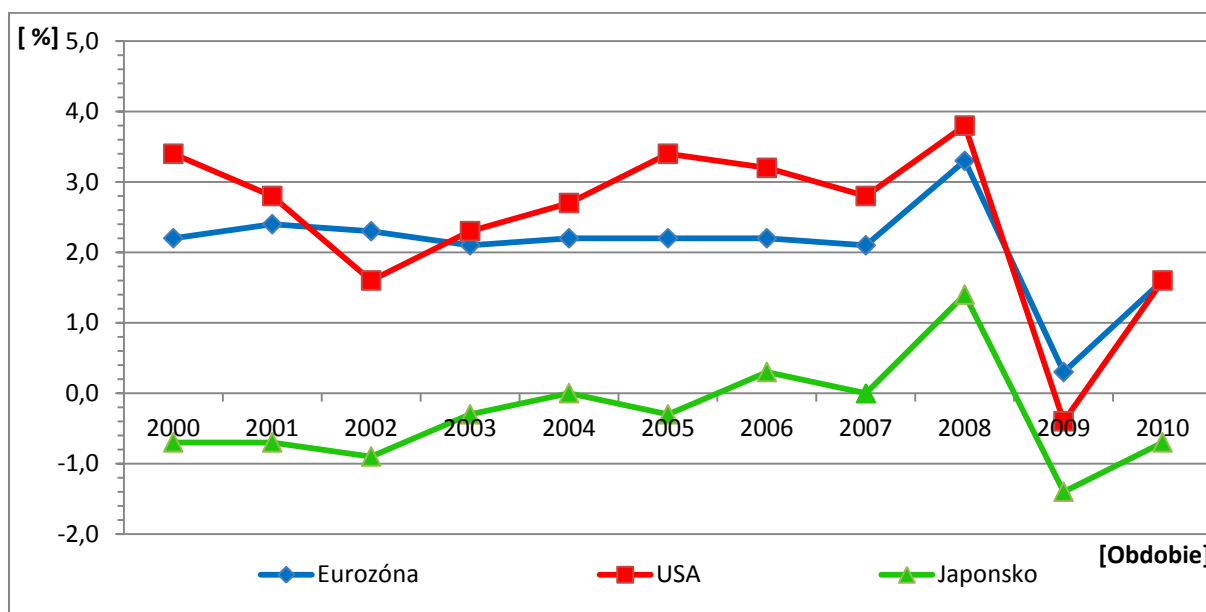
---

<sup>32</sup> Index pomocou ktorého sa meria spotrebiteľská inflácia. Je konštruovaný na základe tzv. Laspeyerasového cenového indexu, ktorý dielčie cenové indexy u položiek spotrebného koša váži podielom spotreby danej komodity na celkovej spotrebe domácnosti.

najprv finančná kríza, ktorá sa neskôr „preliala do krízy hospodárskej“. V roku 2009, kedy boli vyššie uvedené ekonomiky v recesii došlo k výrazným deflačným tendenciám, ktoré boli vyvolané prepadom hrubého domáceho produktu (HDP) a poklesom cien na svetových trhoch. Nárast miery inflácie je v grafe 3.1 zaznamenaný v roku 2010, kedy došlo k oživeniu hospodárskeho rastu vo svete. Vývoj v Japonsku bol však i naďalej poznamenaný deflačnými tendenciami.

Na základe uvedenej analýzy vyplýva, že euro vykazuje v sledovanom období stabilný vývoj miery inflácie meranej HICP, pohybujúci sa okolo úrovne 2 %. Z tohto vývoja možno usúdiť, že euro má dobré predpoklady byť svetovou menou. Stabilný vývoj miery inflácie však bol narušený na prelome roku 2007 a 2008. Túto skutočnosť možno pripísať turbulentnému vývoju v svetovej ekonomike, zapríčinenú finančnou a hospodárskou krízou, ktorá zasiahla stabilitu takmer všetkých svetových mien.

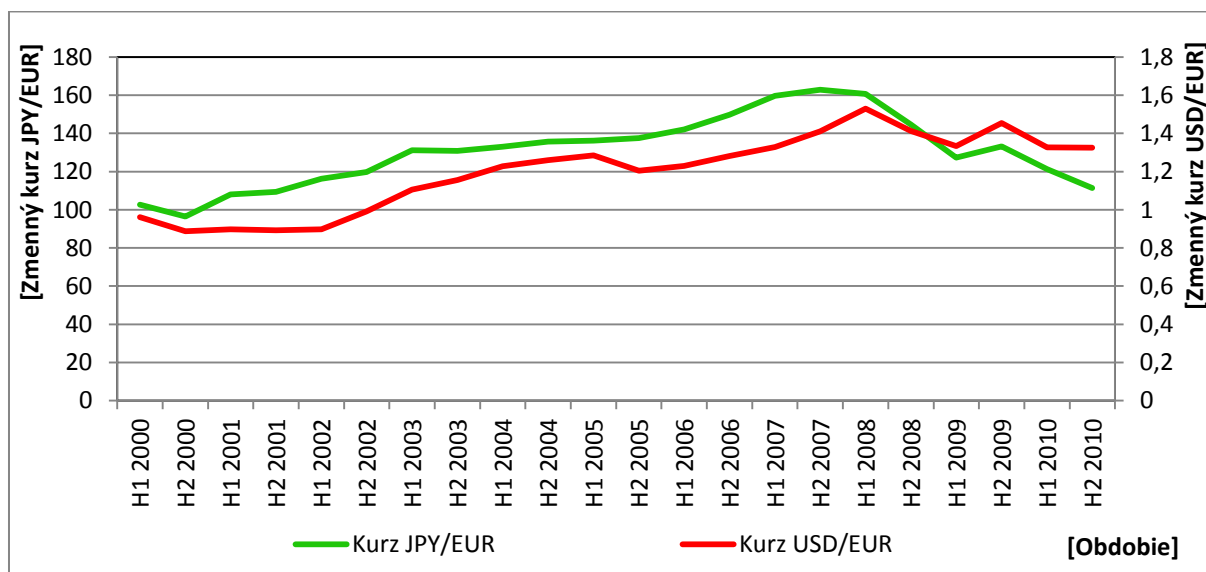
**Graf 3.1 Vývoj inflácie v eurozóne, USA a Japonsku v rokoch 2000 - 2010 (%)**



Zdroj: Eurostat (2012b), vlastná úprava

Menový kurz a sledovanie jeho vývoja je jedným zo základných aspektov vonkajšej menovej stability danej meny. V grafe 3.2 je znázornený vývoj menového kurzu eura voči americkému doláru a japonskému jenu za obdobie od roku 2000 do roku 2010. Vyplývajúce z uvedeného grafu možno konštatovať, že vývoj menového kurzu USD/EUR a JPY/EUR vykazuje určitý stupeň cyklického kolísania a navyše, v dlhom období vývoj menového kurzu eura vykazuje trend mierneho posilňovania, či už voči americkému doláru alebo voči japonskému jenu.

**Graf 3.2 Vývoj menového kurzu JPY/EUR a USD/EUR za obdobie 2000 - 2010 (polročne)**



Zdroj: ECB, Statistical Data Warehouse (2012a, 2012b), vlastná úprava

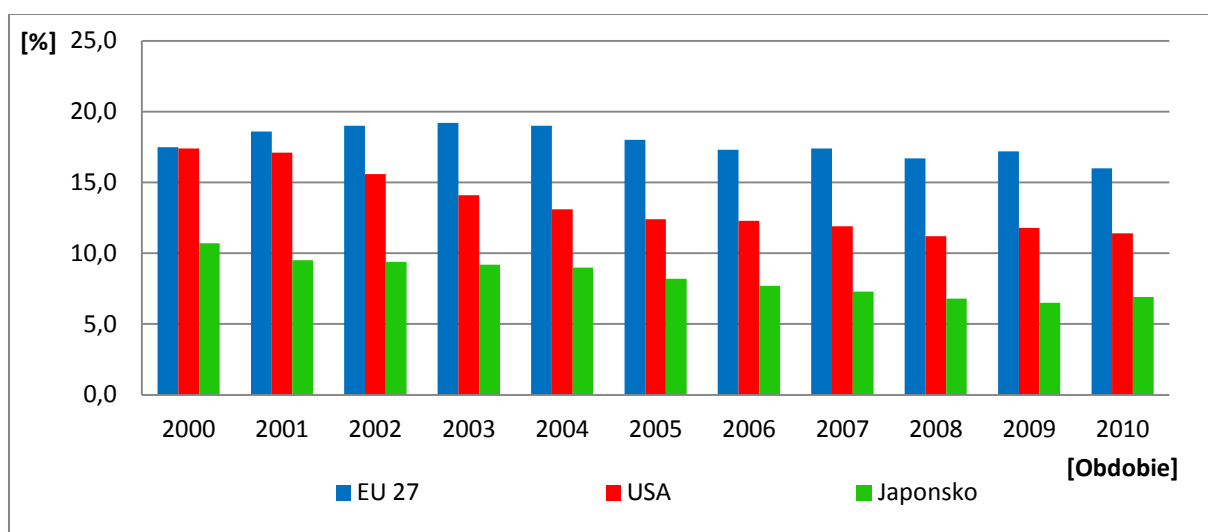
Vyššie uvedený graf znázorňuje situáciu, kedy v období globálnej finančnej a neskôr hospodárskej krízy (obdobie medzi rokmi 2008 a 2009) dochádza k oveľa väčším výkyvom menového kurzu než pred týmto obdobím. Za príčinu takejto situácie možno označiť neistotu na finančných trhoch, ktorá bola spôsobená splasknutím hypotekárnej bubliny v USA v roku 2007 a „preliatím“ paniky na finančné trhy. Celkovo bolo zhodnocovanie eura voči americkému doláru a japonskému jenu narušené, keď sa americká hypotekárna kríza „preliala“ do svetovej hospodárskej krízy. Kurz USD/EUR a JPY/EUR vykazoval v tomto období striedavo depreciačné i apreciačné tendencie. V súčasnosti, v roku 2012 sa vyššie spomenuté menové kurzy vyvíjajú mierne apreciačných tempom v prospech eura. Tento vývoj je bližšie zachytený v prílohe č. 3, kde sú graficky znázornené mesačné menové kurzy USD/EUR a JPY/EUR od začiatku roku 2011 až do marca roku 2012.

### 3.1.3 Veľkosť, sila a medzinárodné prepojenie domácej ekonomiky

Faktom zostáva, že mena veľkej, silnej ekonomiky je viac prepojená s ostatnými krajinami v medzinárodnom obchode, a zaznamenáva tak vyšší dopyt nerezidentov, než meny malých ekonomík. Paradoxne si je nutné uvedomiť, že prevažný objem obchodov s menami priamo nesúvisí s medzinárodným obchodom, ale skôr so špekuláciami na budúcom vývoji kurzov. Preto môžu štát svetovej meny získať i ekonomiky s relatívne nízkym podielom na medzinárodnom obchode, napr. Švajčiarsko.

V nasledujúcom grafe 3.3 je uvedený vývoj podielu na svetových exportoch EU 27, USA a Japonsku za obdobie 2000 – 2010. Z grafu 3. 3 je zrejmé, že EU 27 má v porovnaní s USA a Japonskom dominantný podiel na svetových exportoch, pričom dominantný podiel na svetových importoch patrí USA. Ďalšou svetovou obchodnou veľmocou, ktorá však v grafe 3.3 nie je uvedená, je Čína. Čína sa v svetovom meradle radí na druhé miesto v oblasti exportu a tretie v oblasti importu. Aj keď je táto krajina bezpochyby dôležitá v oblasti posudzovania podielu na svetovom obchode, rozhodla som sa ju do vyššie spomínaného grafu nezakomponovať. Uvedené sú iba tie oblasti, ktorých meny skúmam.

**Graf 3.3 Podiel na svetových exportoch v období 2000 – 2010 (%)**



Zdroj: Eurostat (2012c), vlastná úprava

Od zavedenia eura v bezhotovostnej podobe v roku 1999 došlo k výraznému zvýšeniu jeho podielu na vyúčtovaní a fakturácií obchodu, či už v rámci krajín eurozóny, EU alebo i štátov ležiacich mimo EU<sup>33</sup>. Na základe údajov uvedených v správe ECB (ECB, 2010a) došlo v rokoch 2007 a 2009 k značne rozdielnemu vývoju využitia eura vo vzájomnom obchodnom vyúčtovaní krajín eurozóny. Najvyšší podiel eura na vývoze tovaru bol v danom období zaznamenaný na Slovensku – rok 2009 (97,3 %) a v Slovinsku – rok 2007 (79,0 %), pričom najnižší podiel možno priradiť Cypru – rok 2009 (11,8 %) a rok 2007 (2,8 %). V oblasti dovozu dosiahlo opäť najvyššie hodnoty Slovensko – rok 2009 (86,3 %) a Slovinsko – rok 2007 (73,1 %), najnižšie hodnoty pripadli na Cyprus – rok 2009 (2,5 %) a rok 2007 (1,7 %). Vstup Slovinska a Slovenska do eurozóny sa v tejto sledovanej oblasti javí byť veľmi

<sup>33</sup> Jedná sa predovšetkým o krajiny, ktoré dosahujú vysoký podiel zahraničného obchodu práve s krajinami EU, napr. Rusko, Nórsko, Švajčiarsko, atď.



úspešný, obe krajiny realizujú podstatnú časť svojho zahraničného obchodu v eure. Dôvodom je určite vysoký podiel intraunijného obchodu EU v rámci celkového zahraničného obchodu týchto krajín. Oproti tomu sa zahraničný obchod Cypru podieľa nepatrnou hodnotou na intraunijnom obchode EU, čomu odpovedá i nízke zapojenie eura do vysporiadania obchodných transakcií tejto krajiny.

V krajinách, ktoré sú síce členmi EU, ale nie sú súčasťou eurozóny, tiež dochádza k situáciám, kedy je podstatná časť zahraničného obchodu fakturovaná v eure. Jedná sa hlavne o krajiny ako Lotyšsko (60 %), Rumunsko (57 %), Česká republika (48 %) či Litva (45 %)<sup>34</sup>. Na druhej strane je využité eura vo vzájomnom obchode s geograficky vzdialenými krajinami nízke, ako napr. Thajsko, Indonézia, Austrália, atď., a to i napriek pomerne vysokej úrovni obchodu týchto krajín s eurozónou.<sup>35</sup>

### 3.1.4 Faktor zotrvačného vnímania

Vychádzajúc z poznatkov o teórii svetovej meny, o ktoré sa vo svojej štúdii opiera *Hartmann (2002)* možno za poslednú podmienku posúdenia danej meny považovať faktor zotrvačného vnímania. Domnievam sa, že aj keď je táto podmienka uvedená v tejto štúdii na poslednom mieste, patrí medzi najdôležitejšie. Týka sa predovšetkým historického vývoja danej meny, jej dôveryhodnosťou v svetovom meradle a výškou úspor z rozsahu, ktoré získa subjekt držbou konkrétnej meny. Čím viac subjektov danú menu používa, tým majú z nej držitelia väčší úžitok. Optimálneho stavu dosahuje užívateľ meny v situáciách, v ktorej existuje iba jediná svetová mena, resp. viac svetových mien. Tieto meny sú však dokonalé substitúty a transakčné náklady súvisiace s prevodom hotovosti a aktív z jednej meny na druhú sú nulové.

Skupina faktorov, ktorá je podrobnejšie rozobratá v predchádzajúcich podkapitolách vysvetľuje skôr potenciál určitej meny stať sa menou svetovou. Faktor zotrvačnosti je však jej nevyhnutnou podmienkou pre získanie tohto štatútu. Ak si konkrétna mena vydobyje pozíciu svetovej meny, stratí ju iba v prípade veľmi náhleho šoku, ktorý subjekty prinúti k tomu, aby upustili od jej používania a začali hľadať substitučnú menu, ktorá by optimálne

---

<sup>34</sup> Uvedená hodnoty boli zaznamenané v roku 2009. Jedná sa o krajiny, ktoré vykazujú vysoký podiel zahraničného obchodu v rámci intraunijného obchodu EU.

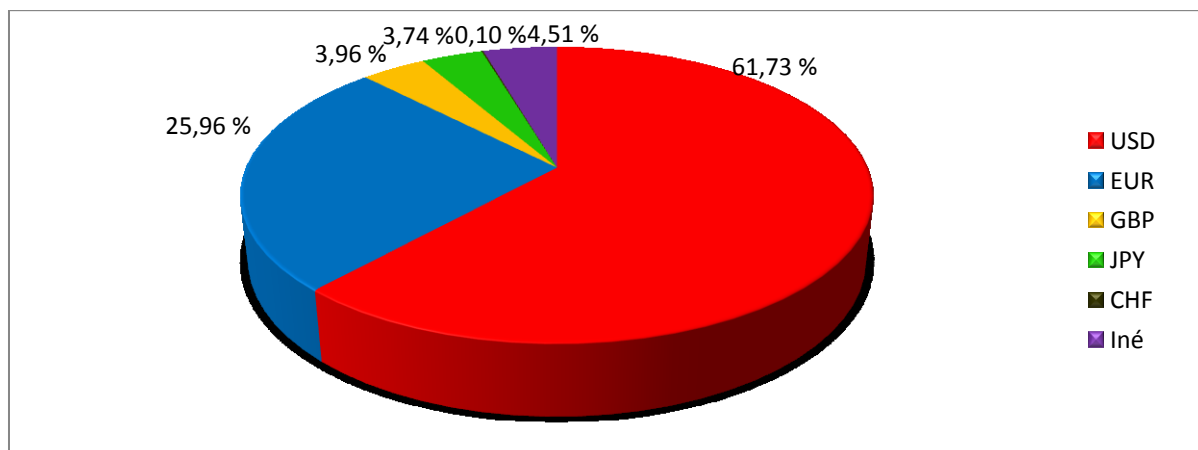
<sup>35</sup> Spomínané krajiny využívajú pri realizácii zahraničného obchodu hlavne americký dolár ako zúčtovaciu menu.

spĺňala podmienky svetovej meny. Za takýto šok, v dôsledku ktorého stratí mena štatút svetovej meny možno považovať vysokú volatilitu jej menového kurzu, prudké zvýšenie inflačného očakávania, či administratívne rozhodnutie autorít v podobe dohody o určitom fungovaní menového systému, avšak s vedúcou pozíciou inej meny<sup>36</sup>.

Mena, ktorá je považovaná za svetovú, výrazne ovplyvňuje dopyt po nej samotnej. Táto skutočnosť pôsobí veľmi pozitívne i na ochotu svetových exportérov a importérov ju akceptovať a realizovať tak v nej svoje obchody. Čím v konečnom dôsledku prispievajú k jej väčšiemu používaniu.

V období, kedy došlo k zavedeniu eura, sa mohla táto novo vzniknutá mena považovať za akéhosi nasledovníka viac ako desiatok európskych mien, ktoré boli silné a stabilné. Táto skutočnosť bola určite považovaná za výhodu, a to z dôvodu lepšieho využívania úspor z rozsahu oproti americkému doláru. Na druhej strane však bolo možné považovať euro za úplne novú menu, ktorá nemala vybudované stabilné postavenie a dôveryhodnosť v MMS. Za zrodom tejto meny však stála určite silná politická vôľa a odhodlanosť dať Európe nový rozmer a prispieť k zlepšeniu jej prosperity. Po rokoch si euro vydobylo svoju pozíciu medzi svetovými menami, predovšetkým zásluhou pôsobenia nezávislej monetárnej autority – ECB. Poradie mien, ktoré sú považované za meny svetové, je tvorené na základe podielu konkrétnej meny na oficiálnych devízových rezervách, bližšie viz graf 3.4.

**Graf 3. 4 Podiel mien na oficiálnych devízových rezervách v roku 2010 (%)**



Zdroj: IMF (2011b), vlastná úprava

<sup>36</sup> Ako príklad uvádzam vytvorenie B-W menového systému s vedúcou pozíciou USD, kedy táto mena vo funkcii dominantnej svetovej meny nahradila GBP. Po rozpade B-W menového systému sa síce oslabilala pozícia USD ako svetovej meny, svoje dominantné postavenie si udržal. Po tomto období sa v určitých regionálnych oblastiach dostávali do popredia i ďalšie meny, predovšetkým nemecká marka v Európe a JPY v Ázii.

Hmatateľným výsledkom štatútu svetovej meny je jej rozsiahle používanie v medzinárodnom obchode, medzinárodných devízových rezervách a na medzinárodných finančných trhoch. Jednotlivé výhody získania štatútu svetovej meny pre krajinu rozoberá *Brůžek a kol. (2007)*. Jedná sa o možnosť financovať deficity obchodnej bilancie vlastnou menou, nad mieru inak únosnú v iných krajinách, odpadá potreba držby vysokých devízových rezerv, existuje vysoký dopyt po štátnych dlhopisov a možnosť financovať vysoké rozpočtové deficity, a v neposlednom rade sú to dodatočné príjmy z ražobného.

### 3.2 Euro ako svetová mena

Euro sa postupne, v priebehu svojho fungovania od roku 1999, zaradilo medzi meny, ktoré sa používajú na zúčtovanie na medzinárodných trhoch. V dôsledku takéhoto užívania sa euro časom zaradilo medzi svetové meny. Splňa všetky kritéria potrebné pre získanie takéhoto štatútu. V medzinárodnom obchode plní euro funkciu prostriedku zmeny i denominačnú úlohu. Medzi členskými štátmi EU je použitie eura vo vzájomných obchodných vzťahov pomerne vysoké, v prípade vzdialenejších obchodných partnerov, napr. Austrálie či Japonska, zostáva použitie eura malé, bližšie viz podkapitola 3.1.3. Určitý nedostatok vykazuje euro ako svetová mena na medzinárodných devízových trhoch, kde zastáva druhú priečku po americkom doláre. Existuje však niekoľko krajín, ktorých centrálné banky využívajú euro ako nominálnu kotvu pre menový kurz domácej meny, teda ich domáce meny sú na euro naviazané (*Lacina a kol., 2007*). Zoznam mien naviazaných na euro mimo mechanizmus ERM II je uvedený v prílohe č. 4. *Brůžek a kol. (2007)* však poukazujú i na ďalšie negatíva v postavení eura ako svetovej meny. Zahŕňajú tu i oveľa nižšiu politickú a vojenskú silu krajín eurozóny oproti USA, ich rozpočtové hospodárenie, či relatívne krátka história tejto meny.

Euro sa však ako zákonné platidlo nepoužíva iba v krajinách eurozóny. Táto mena môže nahradiť miestnu menu v tretích krajinách vo všetkých jej funkciách po dohode s EU. Ak dôjde k úplnému nahradeniu domácej meny eurom, jedná sa o **euroizáciu** ekonomiky. K euroizácii (*Lacina a kol., 2007*) dochádza spravidla v krajine, ktorá sa vyznačuje vysoko nestabilnou menou, a kde v dôsledku tejto neistoty odmietajú súkromné subjekty domácu menu akceptovať. Oficiálne authority často rozhodujú, že geograficky a hospodársky blízku svetovú menu – euro ustanovia ako oficiálne platidlo. V týchto tretích krajinách tak dochádza

priamo k užitiu eura na vyrovnanie záväzkov a pohľadávok. Euro substituuje domácu menu pri denominácii dlhových aktív, vyjadrovaní cien a uchovávatel'a hodnoty úspor.

Okrem 17 krajín eurozóny používajú euro i ďalšie krajiny a územia, ktoré nie sú členmi eurozóny. Jedná sa o Monako, San Marino a Vatikán, ktoré používajú euro na základe dohôd uzavretých s EU. Tieto mestské štáty môžu navyše vydávať i obmedzené množstvo euro mincí s vlastnou rubovou národnou stranou. S uzavretými dohodami s EU používajú euro ako zákonné platidlo i dve francúzske zámorské spoločenské, t. j. Mayotte a Saint-Pierre a Miquelon. Tie však nemajú povolenie na razenie mincí s vlastnou národnou stranou. Jednostranne, bez dohody s EU zaviedlo euro Andora, Čierna Hora a Kosovo, bez formálnej dohody zámorské teritórium Francúzske južné a antarktické územia, Clippertonov ostrov a na britských základňach Akrotiri a Dhekelia na Cypruse, bližšie viz *European Commission (2011)*.

### **3.3 Formovanie hospodárskej a menovej únie v rámci EU**

Krajiny ES už pri formovaní EHS deklarovali podporu rozvoji hospodárskej a menovej spolupráce v tomto zoskupení. Po páde B-W menového systému a následnom turbulentnom vývoji menových politík jednotlivých krajín došlo v rámci ES k vytvoreniu EMS, ako nástoja na zaistenie menovej stability. Tento systém fungoval od roku 1978 a jeho činnosť je považovaná za určitý predstupeň menovej únie.

Za dôležitý medzník v prehľbovaní spolupráce v hospodárskej a menovej oblasti EU sa považuje nástup novej EK v čele s Jacquesom Delorsom. Jej zámerom bolo dospieť k vytvoreniu jednotného vnútorného trhu, ako priestoru pre voľný pohyb osôb, tovarov, služieb a kapitálu. Ďalším impulzom v priblížení hospodárskej a menovej spolupráce bola schôdzka predstaviteľov ES v Hannoveri, v júni 1988, na ktorej bol ustanovený Výbor pre hospodársku a menovú úniu. Jeho hlavnou úlohou, ako uvádza *Marková (2006)*, bolo vypracovať plán prechodu členských krajín ES k HMU. V apríli 1989 Výbor predložil Rade ministrov „Správu o hospodárskej a menovej únii v krajinách Európskych spoločenských“,

označovanú i ako **Delersovu správu**<sup>37</sup>. Správa sa stala záväzným dokumentom vymedzujúci základné organizačné princípy vytvorenia HMU v rámci ES.

### 3.2.1 Prvá etapa HMU

Zahájenie prvej etapy HMU sa datuje na 1. júl 1990 a jej priebeh končí 31. decembrom 1993. *Sychra (2009)* vo svojej monografii poukazuje na sériu prípravných krokov vytvorenia HMU, ktoré boli realizované v tejto fáze. V ekonomickej oblasti došlo k dokončeniu JVT, predovšetkým k liberalizácii voľného pohybu kapitálu, ktorý predstavoval kľúčový krok pre budúci vznik menovej únie. Došlo k výraznejšiemu obmedzeniu regionálnych disparít vo vnútri EU, a to prostredníctvom rozpočtového posilnenia nástrojov politiky hospodárskej a sociálnej súdržnosti. Bola zahájená koordinácia rozpočtových politík členských štátov, s cieľom odstrániť existujúce prekážky a dosiahnuť určitý stupeň konvergenie základných makroekonomických ukazovateľov.

Následne mali byť meny všetkých členských krajín na základe pravidiel ustanovených v Maastrichtskej zmluve zapojené do kurzového mechanizmu EMS pri uplatňovaní jednotných pravidiel. Bol zahájený i proces posilňovania nezávislosti národných centrálnych bánk, ako nevyhnutný predpoklad pre budúcu jednotnú menovú politiku (*Dunn a Mutti, 2004*). Ratifikáciou Maastrichtskej zmluvy sa členské štáty neodvolateľne zaviazali prijať spoločnú menu, s výnimkou Dánska a Veľkej Británie<sup>38</sup>.

### 3.2.2 Druhá etapa HMU

Druhá etapa vytvárania HMU (1. január 1994 – 31. december 1998) je považovaná za najdôležitejšiu a najnáročnejšiu fázu prechodu k HMU. Jej podstata a hlavný prínos spočíva vo vytvorení inštitucionálnych, ekonomických a právnych predpokladov pre zavedenie spoločnej meny.

---

<sup>37</sup> Delorova správa je rozdelená na dve časti. Prvá časť správy sa venuje hodnoteniu dosiahnutého pokroku v oblasti koordinácie hospodárskych a menových politík členských krajín a poukazuje na príčiny neúspechu v tejto oblasti. Druhá časť správy obsahuje plán prechodu členských krajín ES k HMU.

<sup>38</sup> Dánsko a Veľká Británia majú vyjednanú „opt-out doložku“, trvalú výnimku, ktorá ich zbavuje povinnosti prijať spoločnú menu. Táto doložka platí iba pre tieto dve krajiny. Nové členské krajiny EU nemajú možnosť takúto doložku získať, pretože prístupová dohoda ich zaväzuje k prevzatíu všetkej európskej legislatívy vrátane záväzku usilovať o zavedenie eura.

Na začiatku tejto etapy, 1. januára 1994, začal fungovať **Európsky menový inštitút** (EMI). EMI nahradil Európsky fond menovej spolupráce a je považovaný za inštitucionálneho predchodcu ECB. Kompetencie národných centrálnych bánk, ktoré sa súčasne stali jeho členmi však zostávali neporušené. EMI iba koordinoval ich menovú politiku a podieľal sa na príprave vzniku Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a ECB. Do istej miery ho možno považovať za inštitúciu s veľkým množstvom úloh, avšak s minimálnymi kompetenciami (*Sychra, 2009*). Aj keď nemal právnu subjektivitu a nemohol zasahovať do vývoja a realizácie menovej politiky jednotlivých členských štátov EU, jeho hlavnou úlohou bolo podľa *Lacina a kol. (2007)* podporovať spoluprácu medzi národnými bankami členských štátov a prehlbovať koordináciu národných menových politík s cieľom zaistiť cenovú stabilitu. Na dosiahnutie úloh, ktorými bol poverený, vytváral priestor pre konzultácie a výmenu názorov, informácií o menovo politických otázkach a definoval regulačný, organizačný a logistický rámec nevyhnutný na zabezpečenie výkonu úloh ESCB v tretej etape (*ECB, 2011a*).

Významný krok v posune otázky vývoja menovej spolupráce bol stanovený v **Maastrichtskej zmluve**. Zmluva vymedzila pre členské štáty nové ambiciózne ciele a členské štáty sa v nej dohodli na vytvorení Európskej hospodárskej a menovej únie so spoločnou menou (*Dunn a Mutti, 2004*). Zmluva inštitucionalizovala Delorovu správu v mierne pozmenenej podobe a pridela jej štatút oficiálneho programu Únie. Program bol záväzný pre všetky členské štáty EU, s výnimkou štátov, ktoré si vyjednali „opt-out doložku“. Na to, aby daná krajina mohla prijať spoločnú menu, musí spĺňať kritéria, ktoré sú nevyhnutné pre fungovanie menovej únie, tzv. maastrichtské kritéria<sup>39</sup>. Maastrichtská zmluva vstúpila v platnosť po zdĺhavom ratifikačnom procese 1. novembra 1993 a jej podstata spočíva v zavedení systému trojpilierovej štruktúry.

*Marková (2006)* vo svojej monografii poukazuje na skutočnosť, že ďalší postup prechodu členských krajín EU k HMU je obsiahnutý v **Zelenej knihe**, ktorú predložila Komisia na zasadnutí Rady ministrov v Cannes v júni 1995. Tento dokument obsahuje bližšiu špecifikáciu záverečnej, tretej etapy HMU, ktorá je bližšie uvedená v tabuľke 3.1. Komisia navrhovala, aby zavedenie spoločnej meny bolo postupné, aby prebiehalo s minimálnymi nákladmi a maximálnou zapojenosťou bánk, obchodných subjektov a verejnosti. Okrem iného

---

<sup>39</sup> Jedná sa o kritéria ekonomického zblížovania, ktoré sú formulované tak, aby prispievali k zaisteniu cenovej stability, rozpočtovej stability, stability na finančných trhoch a kurzovej stability.

sa predstavitelia členských krajín EU na zasadnutí zhodli, že termín zavedenia spoločnej meny uvedený v Maastrichtskej zmluve (1. január 1997) je nereálny a tento termín bol následne posunutý. Spoločná mena mala byť zavedená najneskôr od roku 1999.

**Tabuľka 3.2 Záverečná (tretia) etapa realizácie HMU**

<b>1. fáza</b> <b>1998</b>	V priebehu fáze	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rozhodnutie o zúčastnených krajinách HMU</li> <li>* Zriadenie ESCB a ECB</li> <li>* Zaistenie kompatibility národných legislatív</li> <li>* Tlač bankoviek a ražba mincí</li> <li>* Plán pre prispôsobenie sa bankového a finančného sektora</li> </ul>
<b>2. fáza</b> <b>1999 - 2001</b>	1. január 1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Pevná fixácia zmenných kurzov zúčastnených mien voči euru</li> <li>* Zavedenie bezhotovostného obehu eura</li> <li>* Zodpovednosť za menovú politiku prechádza na ESCB</li> <li>* Medzibankové, menové, kapitálové a burzové trhy obchodujú v euru</li> <li>* Veľkoobchodné platobné systémy fungujú v euru</li> </ul>
	V priebehu fáze	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Bankové a finančné inštitúcie pokračujú v prispôbovaní sa jednotnej mene</li> <li>* Prechod na euro podľa vôle, ochoty a pripravenosti jednotlivých ekonomických subjektov</li> </ul>
<b>3. fáza</b> <b>01. 01. 2002</b> <b>-</b> <b>30. 06. 2002</b>	1. január 2002	* Zavedenie bankoviek a mincí euro
	V priebehu fáze	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Dokončenie prechodu bankového sektoru na jednotnú menu</li> <li>* Prevod všetkých finančných operácií na euro</li> <li>* Stiahnutie bankoviek a mincí denominovaných v národných menách</li> <li>* Dokončenie prechodu verejného a súkromného sektoru na jednotnú menu</li> </ul>

Zdroj: Sychra (2009), vlastná úprava

Sychra (2009) uvádza, že v roku 1996 vyhlásila Komisia spoločne s Európskym parlamentom (EP) komunikačnú stratégiu v rámci Programu informovanosti občanov Európy (PRINCE). Jeho hlavným cieľom bolo posilnenie dôvery verejnosti v oblasti vytvorenia HMU a zvýšiť informovanosť medzi bankami, ďalšími inštitúciami poskytujúcimi finančné služby a veľkými spoločnosťami, ktorá sa týkala potreby, čo najskôr zahájiť prípravy na prechod k spoločnej mene.

V priebehu druhej etapy HMU, na zasadnutí Rady ministrov v Madride v decembri 1995 bol stanovený názov novej spoločnej meny – euro.

### 3.2.3 Tretia etapa HMU

Vyplyvajúc z údajov v tabuľke 3.2 je zrejmé, že tretia etapa vytvárania HMU je zložená z troch fáz. V rámci spracovania diplomovej práce je v nasledujúcich odsekoch uvedená iba stručná charakteristika jednotlivých fáz záverečnej, tretej etape prechodu k HMU.

#### a) Prvá fáza tretej etapy HMU

Prvá fáza bola zahájená už v priebehu roku 1998, kedy Komisia predložila Rade ministrov zoznam krajín, ktoré splňali tzv. maastrichtské kritéria a chceli vstúpiť do menovej únie. V máji 1998 bol schválený zoznam 11 krajín<sup>40</sup>, ktoré sa zaviazali prijať spoločnú menu euro od 1. januára 1999.

*De Grauwe (2007)* uvádza, že v máji 1998 boli zafixované vzájomné kurzy národných mien. Skorým zafixovaním vzájomných kurzov národných mien získali centrálné banky čas na upravenie svojich kurzových vzťahov k ostatným menám pred definitívnym zafixovaním voči euru. Zároveň toto opatrenie slúžilo i ako snaha o predchádzanie špekulatívnym útokom na jednotlivé národné meny. Od 1. januára 1999 malo dôjsť k nahradeniu ECU eurom v pomere 1 : 1.

Menová politika bola koordinovaná na nadnárodnej úrovni, ale až do zavedenia menovej únie bola v právomoci jednotlivých centrálnych bánk. ECB zahájila svoju činnosť de jure 1. júla 1998, de facto však až 1. januára 1999. Krajiny, ktoré vstúpili do EU neskôr získali štatút „krajiny s dočasnou výnimkou pre zavedenie eura“<sup>41</sup> (*Dunn a Mutti, 2004*).

#### b) Druhá fáza tretej etapy HMU

Zahájenie druhej fázy sa datuje k 1. januáru 1999, kedy 11 členských krajín začalo v bezhotovostnom platobnom styku používať euro, začala medzi nimi fungovať neúplná menová únia. Došlo k neodvolateľnému zafixovaniu kurzov národných mien voči sebe navzájom i voči euru, euro nahradilo ECU v pomere 1 : 1, menovú politiku týchto 11 krajín prevzala ECB, prestal existovať devízový trh medzi týmito krajinami, euro sa síce stalo

<sup>40</sup> Jednalo sa o krajiny: Belgicko, Fínsko, Francúzsko, Holandsko, Írsko, Luxembursko, Nemecko, Portugalsko, Rakúsko, Španielsko a Taliansko. Veľká Británia a Dánsko uplatnili svoju „opt-out doložku“ a Grécko a Švédsko nespĺňali tzv. maastrichtské kritéria. Grécko zaviedlo spoločnú menu euro až 1. januára 2001.

<sup>41</sup> Krajiny musia v rámci prijatia spoločnej meny dodržiavať tzv. maastrichtské kritéria, ale prijatie spoločnej meny nie je konkrétne časovo upravené.



zákonným platidlo, ale používalo sa iba bezhotovostne, hotovostné platby sa naďalej realizovali v národných menách a referenčné úrokové sadzby na medzibankovom trhu depozít boli nahradené úrokovou sadzbou EURIBOR, bližšie viz *De Grauwe (2007)*.

V prípade prepočítavacích koeficientov sa základom pre ich výpočet stali platné bilaterálne stredné kurzy národných mien platné k 31. decembru 1998. Bol určený i dolárový ekvivalent, t. j. 1 EUR = 1,16667521 USD.

Na zasadnutí Európskej rady v Madride, v decembri 1995 došlo i k prijatiu tzv. princípu žiadneho prikazovania a zakazovania, t. j. ekonomické subjekty samy a slobodne zvažia v akej mene chcú realizovať bezhotovostné transakcie, nikto nesmie byť nútený používať euro proti svojej vôli (*Ministerstvo financií České republiky, 2011*).

#### c) Tretia fáza tretej etapy HMU

V záverečnej fáze tretej etapy HMU, ktorá bola zahájená 1. januára 2002 došlo k zavedeniu eura i v hotovostnom platobnom styku. Po určité prechodné obdobie<sup>42</sup> obiehala euro spolu s národnými menami. Tabuľka 3.3 poskytuje prehľad národných mien členských krajín EU, ktoré v roku 2002 pristúpili k zavedení spoločnej meny euro.

**Tabuľka 3.3 Obecná charakteristika národných mien pred zavedením eura v roku 2002**

Mena	Označenie meny	Výška prepočítavajúceho koeficientu k 1 EUR
Rakúsky šiling	ATS	13,7603
Belgický frank	BEF	40,3399
Nemecká marka	DEM	1,95583
Španielska peseta	ESP	166,386
Fínska marka	FIM	5,94573
Francúzsky frank	FRF	6,55957
Grécka drachma	GRD	340,75
Írska libra	IEP	0,787564
Talianska líra	ITL	1936,27
Luxemburský frank	LUF	40,3399
Holandský gulden	NLG	2,20371
Portugalské escudo	PTE	200,482

Zdroj: *ECB (1998a)*, vlastná úprava

<sup>42</sup> Prechodné obdobie bolo stanovené na dva mesiace, teda do 28. februára 2002.

### 3.4 Inštitucionálne zabezpečenie fungovania eura

V dôsledku toho, že do novo vzniknutej menovej únie nevstúpili všetky štáty EU, bol k 1. januáru 1999 zavedený nový pojem, a to eurosystém. Eurosystém bol právne zakotvený až prijatím Lisabonskej zmluvy v roku 2009, čím zo zoskupenia centrálnych bánk členských štátov eurozóny učinil oficiálnu zložku inštitucionálnej architektúry EU. Eurosystém je zložený z ECB a centrálnych bánk krajín, ktoré prijali euro za národnú menu. V súčasnosti sa skladá z ECB a zo 17-tich národných centrálnych bánk. Z právneho hľadiska bude fungovať do doby, kedy všetky členské štáty EU nezavedú euro ako národnú menu.

Na druhej strane je potrebné však poukázať na skutočnosť, že i krajiny, ktoré neprijali spoločnú menu euro a nepripojili sa ku skupine krajín s označením „eurozóna“<sup>43</sup> majú právo podieľať sa na fungovaní menovej únie, tým, že budú koordinovať svoju menovú činnosť so spoločnou menovou politikou krajín eurozóny. Svoju menovú činnosť koordinujú prostredníctvom členstva v ESCB. Zoznam centrálnych bánk krajín EU a ich členstvo v eurosystéme je uvedené, viz príloha č. 5.

Na to, aby sa daný členský štát EU mohol stať súčasťou eurozóny musel spĺňať tzv. „maastrichtské kritéria“, teda kritéria na zaistenie cenovej stability, rozpočtovej stability, stability na finančných trhoch a kurzovej stability. Paradoxom však je, že niektoré štáty EU pri vstupe do eurozóny nespĺňali tieto kritéria. Zoznam krajín eurozóny a ich „plnenie“ maastrichtských kritérií je uvedené v prílohe č. 6. Z právneho hľadiska bola táto situácia vyriešená prijatím tzv. „belgickej doložky“, ktorú mohli krajiny uplatniť, ak nespĺňali kritérium hrubého dlhu verejnej správy do úrovne 60 % HDP. Význam doložky spočíval v tom, že bolo prihliadané na to, že vládne dlhy týchto krajín klesajú a blížia sa k referenčnej hodnote 60 % HDP uspokojivým tempom.

### 3.5 Zhrnutie

Tematicky možno danú kapitolu rozdeliť na dve časti. Prvá časť kapitoly je zameraná na objasnenie princípov teórie vzniku svetovej meny, popisuje aké charakteristiky musí vykazovať určitá mena, aby ju bolo možno považovať za menu svetovú. Stručne sú priblížené

---

<sup>43</sup> Pojem „eurozóna“ sa používa pre krajiny, ktoré zaviedli spoločnú menu euro. V súčasnosti (rok 2012) sa jedná o 17 krajín EU.

i jej funkcie. Následne je na základe tejto teórie analyzované euro, spoločne s americkým dolárom a japonským jenom. Vyplývajú z uvedenej analýzy, patrí euro medzi svetové meny. Zaberá však druhé miesto, za americkým dolárom a pred japonským jenom. Existuje mnoho faktorov, ktorých pozitívny vývoj by pomohol euru získať pozíciu najdôležitejšej svetovej meny. Jednak je to veľkosť ekonomiky eurozóny a jej podiel na svetovom obchode, existencia nezávislej monetárnej autority, pomerne stabilný vývoj menového kurzu a cenovej hladiny. Určitú brzdu eura v snahe stať sa najdôležitejšou svetovou menou vidím v určitej nerozvinutosti finančných trhoch eurozóny, predovšetkým akciových a bankových, ktoré patria medzi vysoko segmentované. Na to, aby došlo k odstráneniu tejto prekážky je potreba nielen prehĺbenie integrácie finančných trhoch, ale hlavne posilnenie politickej integrácie. V prípade faktora zotrvačnosti platí, že na to, aby sa euro stalo najdôležitejšou svetovou menou musí získať stabilné postavenie a dôveryhodnosť v MMS.

Druhá časť kapitoly je obsahovo zameraná na priblíženie historického vývoja formovania HMU v rámci EU, začínajúc Delorsovou správou, ktorá popisuje zavedenie eura v EU v troch etapách, a končiac zavedením eura ako národnej meny v 11-tich krajinách EU v hotovostnej podobe v roku 2002. Eurozóna však v súčasnosti funguje ako zoskupenie 17-tich krajín, čo je oproti jej začiatku, v roku 1999 o 6 krajín viac. Jedná sa o Grécko, Slovinsko, Maltu, Cyprus, Slovensko a Estónsko. Pri skúmaní pripravenosti krajín vstúpiť do eurozóny som narazila na skutočnosť, že nie všetky krajiny pri vstupe do eurozóny splnili požadované, maastrichtské kritéria. Podstatná časť z nich pri vstupe uplatnila tzv. belgickú doložku. Domnievam sa, že uplatnením tejto doložky sa dlhové problémy členských krajín eurozóny „odložili na neurčito“. Táto skutočnosť hrá kľúčovú rolu v súčasnej dobe, teda pri boji eurozóny s dlhovou krízou.

## **4 Analýza postavenia eura v medzinárodnom menovom systéme pred a po krízovom roku 2008**

Euro je menou eurozóny a po americkom doláre zaberá druhé miesto z hľadiska dôležitosti a významnosti meny v MMS. Svoje postavenie si táto mena získava už viac ako desať rokov. Počas doby svojej existencie prešlo euro turbulentným vývojom, kedy sa z pozície „nováčika“ dostalo až do pozície svetovej meny. Dozista dôležitým medzníkom jeho vývoja bolo vypuknutie svetovej finančnej krízy v roku 2008. Za prvotný impulz vzniku svetovej finančnej krízy v roku 2008 sa považuje splasknutie hypotekárnej bubliny na americkom hypotekárnom trhu, ktorá mala v konečnom dôsledku za následok dôvery na svetovom finančnom trhu. Takto vzniknutá situácia nedôvery a obáv z neistoty viedla k preliatiu finančnej krízy do krízy hospodárskej. Mnoho ekonómov sa zhoduje na skutočnosti, že sa jedná o najvýraznejšie spomalenie a prepád svetového hospodárstva od doby Veľkej hospodárskej krízy v 30-tych rokoch 20. storočia.

### **4.1 Euro ako súčasť medzinárodného menového systému v krízovom období**

Vývojovým trendom eura pred a po krízovom roku 2008 z hľadiska jeho postavenia v MMS, konkrétne jeho postaveniu na medzinárodných úverových, devízových, vkladových a dlhopisových trhoch, jeho pozícii vo fakturácii v zahraničnom obchode a využití voči tretím krajinám sa budem venovať v analýze, ktorá bude tvoriť nosnú časť tejto kapitoly. Za zodpovedajúcu štatistickú základňu som si vždy, pri každej, dielčej analýze daného ukazovateľa v závislosti na dostupnosti štatistických dát zvolila obdobie, na základe ktorého možno určiť dopady svetovej finančnej krízy v roku 2008 na sledovaný ukazovateľ.

#### **4.1.1 Postavenie eura na medzinárodných trhoch – medzinárodný obchod**

V medzinárodnom obchode plní euro funkciu prostriedku zmeny a denominačnú úlohu. Pri posudzovaní jeho postavenia v medzinárodnom obchode sa zameriavam na pozíciu eura pri exporte a importe medzi jednotlivými krajinami. Jeho pozíciu budem následne komparovať s pozíciou amerického dolára a japonského jenu v príslušnom období. Okrem iného rozlišujem pri posudzovaní úlohy mien v medzinárodnom obchode medzi

medzinárodným obchodom s bežnými, prevažne heterogénnymi produktmi<sup>44</sup> a s produktmi v zásade homogénnymi<sup>45</sup>, pretože homogénne suroviny sa vo väčšine obchodujú na pomerne koncentrovaných komoditných trhoch a tradične v jednej svetovej mene<sup>46</sup>.

V prípade zamerania sa na použitie eura pri fakturácií v medzinárodnom obchode je treba si pre lepšiu orientáciu rozdeliť skúmané krajiny na určité skupiny. Na základe mnou vytvorenej vzorky krajín som následne rozdelila dané krajiny do skupín, a to: krajiny eurozóny, krajiny EU mimo eurozóny a ostatné krajiny. Jednotlivé údaje o použití eura vo fakturácií v medzinárodnom obchode v príslušných skupinách krajín a ich tempo rastu sú uvedené v nasledujúcich tabuľkách 4.1, 4.2 a 4.3.

Z tabuľky 4.1 možno určiť, že silné postavenie má euro v medzinárodnom obchode v prípade členských krajín eurozóny, napr. Nemecko, naopak Grécko využíva euro slabšie. Z uvedených dát ďalej vyplýva, že vyšší podiel využitia vykazuje euro vo fakturácií v exporte než vo fakturácií v importe. Za jednu z hlavných príčin tejto situácie možno považovať skutočnosť, že pomerne podstatnú časť importov členských krajín eurozóny tvoria primárne suroviny (ropa, zemný plyn, farebné kovy), ktoré sa všeobecne fakturujú v amerických dolároch. Nemecko spolu s Talianskom dosahujú i vysoké tempa rastu exportu, ktorý bol fakturovaný v eurách. Je to najmä v dôsledku toho, že export týchto krajín v sledovanom období narastal, v oboch prípadoch bol zameraný hlavne na intraunijný obchod EU. Naopak, Grécko a Francúzsko vykazujú nízke, záporné tempo rastu exportu fakturujúceho v eurách. V sledovanom období nedošlo u týchto krajín k výrazným zmenám v štruktúre fakturácii exportu. Patrnú zmenu možno pozorovať v prípade Talianska a Grécka v tempe rastu importu fakturujúceho v eurách, kedy zaznamenali mierny nárast z dôvodu nárastu podielu importu z krajín EU.

---

<sup>44</sup> Heterogénne produkty možno diferencovať, medzi takéto produkty patrí napr. chemické produkty, textil, atď.

<sup>45</sup> Homogénne produkty nemožno diferencovať, radíme k nim napr. prírodné suroviny, ropu alebo zemný plyn, sú to teda produkty, ktoré sa od seba iba nepatrne odlišujú.

<sup>46</sup> Ako príklad možno uviesť obchodovanie s ropou a farebnými kovmi v amerických dolároch.

**Tabuľka 4.1 Užitie eura pri fakturácii v medzinárodnom obchode – krajiny eurozóny**

Krajina	Export - fakturácia v eurách (%)						Import - fakturácia v eurách (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Nemecko</b>	61,0	67,8	65,2	68,9	73,7	75,2	55,2	59,4	56,9	60,2	55,8	57,4
<b>Francie</b>	49,8	50,8	51,3	49,3	49,2	53,7	46,3	44,7	44,8	44,2	44,2	46,7
<b>Taliansko</b>	58,3	59,6	64,5	68,7	69,8	67,6	39,4	43,0	44,3	47,8	49,8	47,6
<b>Grécko</b>	39,1	38,8	39,2	32,6	36,3	38,9	34,1	33,6	34,9	37,3	37,9	36,1
	Tempo rastu exportu faktúrovaného v eurách (%)						Tempo rastu importu faktúrovaného v eurách (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2006	2007	2008	2009	2010	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2010
<b>Nemecko</b>	11,1	-3,8	5,7	7,0	20,8	23,3	7,6	-4,2	5,8	-7,3	1,1	4,0
<b>Francie</b>	2,0	1,0	-3,9	-0,2	-1,2	7,8	-3,5	0,2	-1,3	0,0	-4,5	0,9
<b>Taliansko</b>	2,2	8,2	6,5	1,6	19,7	16,0	9,1	3,0	7,9	4,2	26,4	20,8
<b>Grécko</b>	-0,8	1,0	-16,8	11,3	-7,2	-0,5	-1,5	3,9	6,9	1,6	11,1	5,9

Zdroj: ECB (2011b), vlastná úprava

V prípade mnou uvedených krajín EU mimo eurozónu, viz tabuľka 4.2 je zrejmé, že podiel eura na fakturácii ich zahraničného obchodu je pomerne vysoký. Tempo rastu exportu fakturovaného v eurách je v Českej republike a Poľsku pomerne stabilné, Bulharsko vykazuje až do roku 2009 mierny nárast podielu exportu, ktorý je fakturovaný v eurách. V roku 2010 je v Bulharsku zaznamenaný takmer 21 % pokles tempa rastu exportu fakturovaného v eurách, i cez túto skutočnosť je však užitie eura pri fakturácii v zahraničnom obchode Bulharska vysoké. Približne rovnaký je trend i v prípade tempa rastu importu fakturovaného v eurách v týchto krajinách, možno s výnimkou Poľska, kedy sa tempo rastu pohybuje negatívnym trendom. V prípade Poľska nie sú uvedené údaje o veľkosti objemu exportu a importu fakturovaného v eurách za rok 2010 z dôvodu nedostupnosti štatistických dát.

**Tabuľka 4.2 Užitie eura pri fakturácii v medzinárodnom obchode – krajiny mimo eurozónu**

Krajina	Export - fakturácia v eurách (%)						Import - fakturácia v eurách (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ČR	71,9	68,8	72,0	73,6	74,0	76,4	70,6	67,8	68,0	68,3	68,5	77,1
Poľsko	70,1	69,9	69,8	68,2	66,1	X	60,5	58,6	59,1	56,4	54,8	X
Bulharsko	60,4	57,7	60,5	61,5	68,5	53,8	60,4	58,9	60,2	65,7	70,8	74,7
	Tempo rastu exportu faktúrovaného v eurách (%)						Tempo rastu importu faktúrovaného v eurách (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ČR	-4,3	4,7	2,2	0,5	2,9	6,3	-4,0	0,3	0,4	0,3	-3,0	9,2
Poľsko	-0,3	-0,1	-2,3	-3,1	-5,7	X	-3,1	0,9	-4,6	-2,8	-9,4	X
Bulharsko	-4,5	4,9	1,7	11,4	-21,5	-10,9	-2,5	2,2	9,1	7,8	17,2	23,7

Zdroj: ECB (2011b), vlastná úprava

Obdobný trend nárastu podielu zahraničného obchodu fakturovaného v eurách je i v Turecku a Chorvátsku<sup>47</sup>, ktoré majú štatút kandidátskych krajín EU. Euro začína pomaly plniť v týchto krajinách dôležitú úlohu prostredníka v zahraničnom obchode. Chorvátsko dokonca vykazuje jedno z najvyšších užití eura vo fakturácii v exporte a importe. Táto skutočnosť súvisí najmä so zameraním zahraničného obchodu Chorvátska, predovšetkým na krajiny EU. V prípade Indonézie a Thajska je využitie eura pri fakturácii v zahraničnom obchode takmer nepatrné, pohybuje sa pod úrovňou 5 %. Obe krajiny používajú predovšetkým na vysporiadanie záväzkov a pohľadávok vyplývajúcich z realizácie medzinárodného obchodu americký dolár. Z hľadiska tempa rastu exportu fakturovaného v eurách zaznamenalo najväčší nárast Chorvátsko a Thajsko. V prípade tempa rastu importu došlo v každej z uvedených krajín k zmene vývoja ukazovateľa v sledovanom období. Najväčší, kladný nárast tempa rastu importu fakturovaného v eurách je zaznamenaný v Thajsku. Je to z dôvodu nárastu objemu obchodných tokov v tejto oblasti zo strany EU, bližšie viz tabuľka 4.3.

<sup>47</sup> Vstup Chorvátska do EU je stanovený na 1. januára 2013.

**Tabuľka 4.3 Užitie eura pri fakturácii v medzinárodnom obchode – ostatné krajiny**

Krajina	Export - fakturácia v eurách (%)						Import - fakturácia v eurách (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Turecko</b>	48,3	48,5	50,3	46,6	48,0	50,4	38,5	37,6	35,8	31,8	34,8	35,6
<b>Chorvátsko</b>	71,2	71,7	74,3	75,6	81,0	85,6	73,7	73,3	73,6	71,3	75,8	77,3
<b>Indonézia</b>	1,8	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8	4,3	3,6	4,3	4,3	4,6	4,7
<b>Thajsko</b>	2,6	2,8	3,4	3,4	2,9	3,1	3,7	3,5	3,8	3,8	4,1	4,2
	Tempo rastu exportu faktúrovaného v eurách (%)						Tempo rastu importu faktúrovaného v eurách (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2006	2007	2008	2009	2010	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2010
<b>Turecko</b>	0,4	3,7	-7,4	3,0	-0,6	4,3	-2,3	-4,8	11,2	9,4	-9,6	-7,5
<b>Chorvátsko</b>	0,7	3,6	1,7	7,1	13,8	20,2	-0,5	0,4	-3,1	6,3	2,8	4,9
<b>Indonézia</b>	-11,1	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-16,3	19,4	0,0	7,0	7,0	9,3
<b>Thajsko</b>	7,7	21,4	0,0	-14,7	11,5	19,2	-5,4	8,6	0,0	7,9	10,8	13,5

Zdroj: ECB (2011b), vlastná úprava

Na základe prevedenej analýzy možno konštatovať, že užitie eura pri fakturácii v medzinárodnom obchode je závislé na geografickej lokalite danej krajiny a na zložení jej obchodných partnerov. Finančná kríza v roku 2008 nemala priamy dopad na sledovaný ukazovateľ, avšak nepriamo ovplyvnila jeho vývoj prostredníctvom zmeny (obmedzenia) obchodných tokov medzi jednotlivými krajinami.

#### 4.1.2 Postavenie eura na medzinárodných devízových trhoch

Devízový trh predstavuje globálny, celosvetovo decentralizovaný finančný trh v rámci ktorého dochádza k realizácii obchodu s menami. Na tomto trhu sú určované relatívne hodnoty rôznych mien prostredníctvom devízového kurzu. K tomuto kroku dochádza v rámci realizácie medzinárodného obchodu či investícií. Proces je realizovaný exportérmi a importérmi na jednej strane a investormi, ktorí sa snažia o čo najoptimálnejšiu alokáciu daného portfólia na strane druhej. Dôležitú úlohu v procese vývoja devízového kurzu majú i špekulanti, ktorých snahou je dosiahnutie čo najväčšieho zisku z pohybu devízových kurzov.

Mena, ktorá má na devízových trhoch výsadné postavenie, zohráva i úlohu prostredníka. Trh s takouto menou je veľmi likvidný a transakčné náklady sú oproti iným menám menšie. Toto výsadné postavenie je na devízových trhoch upevnené i efektom, kedy sa k danej mene uchýľujú i obchodníci bežne fakturujúci v málo používaných menách.



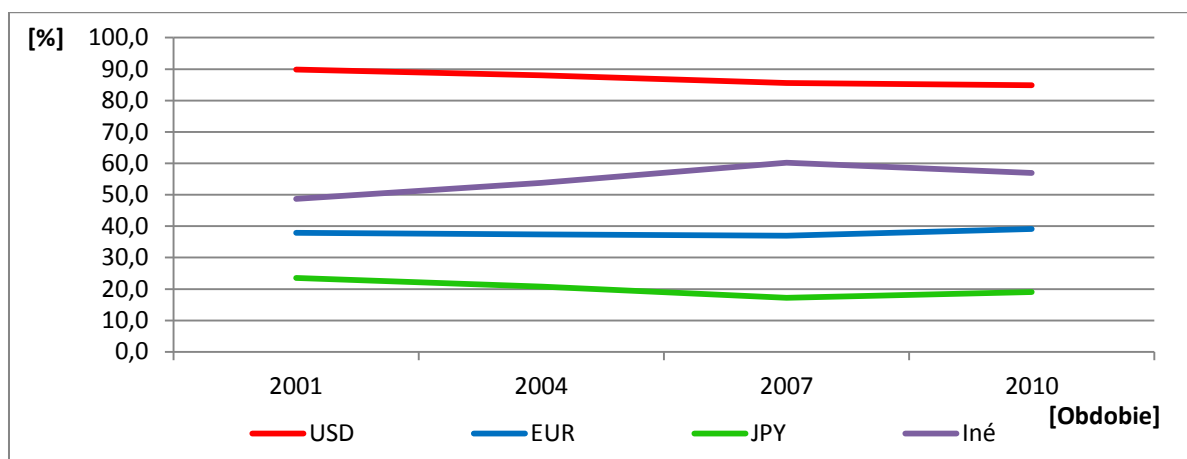
V prípade realizácie takéhoto medzinárodného obchodného vzťahu, zastúpeného práve takýmito obchodníkmi môže dôjsť k situácii, kedy bude pre obe strany výhodnejšie použiť na vysporiadanie obchodu svetovú menu, ktorá im posluží ako prostredník, než zmeňovať ich dve málo užívané meny. Ako príklad možno uviesť situáciu, kedy poľský podnikateľ zmení poľský zlotý za americký dolár, a ten následne zmení za thajský baht svojho obchodného partnera. Vyššie uvedený postup je pre oboch obchodníkov výhodný, pretože ich vzájomný trh s vlastnými menami nie je tak likvidný ako trhy týchto mien s americkým dolárom.

Podiel mien na obrate svetového devízového trhu je uvedený v rovnako mennom grafe 4.1. Vyplývajú z dát, ktoré sú v ňom uvedené je za celok považovaná hodnota 200 %, pretože každá operácia na devízovom trhu sa dotýka dvoch mien, a súčet podielov mien na celkovom obrate nedosahuje 100 % ale 200 %. Tento spôsob výpočtu je medzinárodne uznávaný a používa ho Banka pre medzinárodné vysporiadanie (BIS). Vyplývajú zo správy publikovanej *BIS (2010a)*, ktorej údaje sú uvedené v grafe 4.1 zaberá americký dolár prvú pozíciu na celkovom obrate svetového devízového trhu. Jeho pozícia je za sledované obdobie mierne klesajúca, v roku 2010 dosahuje hodnoty 84,9 %, avšak nepredpokladá sa razantná zmena v podobe jeho poklesu. Druhou najpoužívanějšíou menou je euro, jeho podiel na obrate svetového devízového trhu sa v roku 2010 pohyboval na úrovni 39,1 % a predpokladá sa jeho mierne rastúci trend. Od jeho vzniku (rok 1999) trend vývoja obratu eura na svetových devízových trhoch mierne stagnoval až do roku 2007. Od tohto obdobia je zaznamenaný mierny nárast obratu, spôsobený predovšetkým zvýšením objemu medzinárodného obchodu a investícií realizovaných v eure. Tretiu pozíciu na celkovom obrate devízových trhoch zastáva japonský jen, ktorý sa v roku 2010 pohyboval na úrovni 19,0 %, čo je mierny nárast oproti predchádzajúcemu obdobiu (rok 2007). V prípade iných mien podieľajúcich sa na obrate medzinárodného devízového trhu dosahuje najvyššiu úroveň britská libra, t. j. 12,9 % v roku 2010 s predpokladom mierne klesajúceho trendu. Je však treba zmieniť i skutočnosť, že v sledovanom období došlo k rastu podielu krajín, ktorých meny nepatria medzi prvých 10 medzinárodne najvýznamnejších mien<sup>48</sup>. Najväčší pozitívny vývoj bol zaznamenaný v prípade kórejského wonu a čínskeho jüanu.

---

<sup>48</sup> Medzi 10 medzinárodne najvýznamnejších mien patrí americký dolár, euro, japonský jen, britská libra, austrálsky dolár, švajčiarsky frank, kanadský dolár, hongkongský dolár, švédska koruna a novozélandský dolár.

**Graf 4.1 Podiel mien na obrate svetového devízového trhu (%)**



Zdroj: BIS (2010a), vlastná úprava

Pre doplnenie kompletnosti analýzy postavenia eura na medzinárodnom devízovom trhu je nutné uviesť i vysvetlenie, prečo je rozdiel medzi užívaním amerického dolára a eura tak výrazný. Tabuľka 4.4 znázorňuje podiely vybraných párových kurzov na celkovom obrate devízových trhov. Za najviac užívaný menový pár možno označiť USD/EUR, ktorý zaberá takmer jednu tretinu z celkového podielu. I ďalšie kombinácie menových párov s americkým dolárom dosahujú relatívne vysoké zastúpenie z celkového podielu. Z časového hľadiska možno zaznamenať trend poklesu podielu amerického dolára v menovom páre s eurom alebo s inými menami. Navzdory tomu však došlo v roku 2010 k 1 p.b. zvýšeniu podielu amerického dolára v menovom páre s eurom a japonským jenom. V prípade menového páru eura s inými menami možno zaznamenať priepastný rozdiel oproti týchto kombinácií s americkým dolárom, vid' tabuľka 4.4. Za hlavnú príčinu tohto rozdielu možno považovať fakt, že americký dolár sa pri realizácii medzinárodného obchodu a investícií, a teda i pre zmenu mien používa oveľa viac ako ostatné meny. Okrem kombinácií troch najvýznamnejších svetových mien (USD, EUR, JPY) je v analýze uvedená i britská libra, predovšetkým jej zastúpenie v menovom páre s americkým dolárom. Faktom je, že Veľká Británia mala historicky obchodné vzťahy rozvinuté s USA a kontinentálnou Európou na pomerne rovnakej úrovni a Londýn patrí medzi najvýznamnejšie finančné centrá na svete, kde sa uskutočňuje najväčší objem transakcií<sup>49</sup>.

Z hľadiska tempa rastu vybraných párových menových kurzov za sledované obdobie, viz tabuľka 4.4 možno konštatovať, že menové páry kurzov EUR/GBP a EUR/Iné vykazujú

<sup>49</sup> V Londýne sa uskutočňuje zhruba jedna tretina z celkového obratu transakcií, na druhom mieste je USA. Z členských štátov eurozóny má najväčší devízový trh Nemecko.

v tomto období kladné tempo rastu. Výnimkou je menový kurz EUR/JPY, kedy je vývoj konštantný. Najväčší nárast možno pritom priradiť menovému páru EUR/Iné. Jedná sa predovšetkým o menové kurzy eura s inými menami európskych krajín, poprípade menami krajín, ktoré majú s EU rozvinuté bilaterálne vzťahy, napr. krajiny Východného partnerstva<sup>50</sup>. V prípade menových párov kurzov USD/EUR, USD/JPY a USD/GBP je zaznamenané negatívne tempo rastu v sledovanom období. Výnimku tvorí iba pár menového kurzu USD/Iné, kde je vývoj pozitívny. Jedná sa pritom o meny rozvíjajúcich sa krajín, predovšetkým krajín juhovýchodnej Ázie a Južnej Ameriky. Z hľadiska vplyvu finančnej krízy na sledovaný ukazovateľ možno konštatovať, že tento faktor nemal výrazný vplyv na vývoj daného ukazovateľa.

**Tabuľka 4.4 Podiel vybraných párových menových kurzov na celkovom obrate devízových trhov a ich tempo rastu (%)**

Menový kurz/rok	2001	2004	2007	2010	Tempo rastu 2001 - 2010	Ø podiel MK 2001 - 2010
USD/EUR	30	28	27	28	-6,7	28,25
USD/JPY	20	17	13	14	-30,0	16,00
USD/GBP	10	13	12	9	-10,0	11,00
USD/Iné	29	29	36	32	10,3	31,50
EUR/JPY	3	3	3	3	0,0	3,00
EUR/GBP	2	2	2	3	50,0	2,25
EUR/Iné	2	4	5	6	200,0	4,25
Iné menové páry	2	3	4	4	100,0	3,25

Zdroj: BIS (2010a), vlastná úprava

#### 4.1.3 Postavenie eura na medzinárodných dlhopisových a úverových trhoch

Úloha eura a jeho postavenie na medzinárodných dlhopisových a úverových trhoch je pre investorov dôležitá z titulu uchovávania voľných peňažných prostriedkov do aktív znejúcich na určitú menu. Euro v tomto prípade plní funkciu účtovnej jednotky a uchovávateľa hodnôt, teda súži pre denomináciu a k alokácií portfólia.

Podstatou realizácie obchodu na medzinárodných dlhopisových trhoch sú dlhové cenné papiere, ktoré sú emitované v mene a na príslušnom území krajiny, kde emitent nie je rezidentom. Ako príklad možno uviesť dlhopis, ktorý poľská vláda emituje v Nemecku a je denominovaný v eurách. Medzi hlavné nástroje na medzinárodných úverových trhoch

<sup>50</sup> Krajiny patriace do Východného partnerstva sú Arménsko, Gruzínsko, Azerbajdžan, Moldavsko, Ukrajina a Bielorusko.

patria cezhraničné úvery poskytované nerezidentom, poprípade úvery, ktoré si nerezidenti poskytujú medzi sebou, bližšie k tejto problematike viz *Lacina a kol. (2007)*.

V tabuľke 4.5 sú uvedené údaje týkajúce sa použitia troch hlavných svetových mien pri emisii medzinárodných dlhopisov v rokoch 2006 – 2010, kedy údaje za rok 2010 sú podrobnejšie rozpísané v jednotlivých kvartáloch. Vyplývajú z uvedených údajov, bližšie viz *ECB (2011b)*, možno konštatovať, že americký dolár je najčastejšie používaný pre emisiu medzinárodných dlhopisov. Svoju vedúcu pozíciu však táto mena stratila v roku 2008, a to v dôsledku finančnej krízy, kedy došlo k výraznému obmedzeniu emisie medzinárodných dlhopisov a zároveň došlo k oslabeniu daných mien. Euro v tomto ohľade tiež oslabilo, ale oveľa viac bola oslabená pozícia amerického dolára a japonského jenu. Dôsledkom tejto situácie bola skutočnosť, že suma medzinárodných dlhopisov emitovaných v roku 2008 bola vyššia v eurách než v amerických dolároch. K oveľa razantnejšiemu vývoju došlo v roku 2009. Z celkového hľadiska došlo v roku 2009 približne o 1,5 krát zvýšila emisia medzinárodných dlhopisov. K razantnému zvýšeniu emisie dlhopisov došlo najmä v prípade amerického dolára, objem emitovaných dlhopisov však nedosiahol úroveň spred obdobia finančnej krízy. V roku 2010 došlo k poklesu emisie dlhopisov emitovaných v amerických dolároch oproti predchádzajúcemu roku, pokles bol však mierny. Emisia medzinárodných dlhopisov v eurách bola v roku 2009 na úrovni 36,1 mld. USD, čo predstavuje pokles takmer o 80 % oproti predchádzajúcemu roku. Veľmi razantný pokles emisie dlhopisov v eurách je zaznamenaný v roku 2010, kedy možno konštatovať, že práve v tomto období došlo k vyvrcholeniu finančnej a hospodárskej krízy v krajinách, ktorých nerezidenti emitujú svoje dlhopisy v eurách. Okrem iného sa na vývoji objemu medzinárodných dlhopisov emitovaných v eure v roku 2010 odzrkadľujú i problémy niektorých krajín eurozóny, ktoré súvisia s ohrozením ich platobnej schopnosti. Vývoj podielu japonského jenu na emisii medzinárodných dlhopisov je relatívne klesajúci, pohybuje sa zhruba na úrovni 3 - 4 % z celkovej emisie medzinárodných dlhopisov.

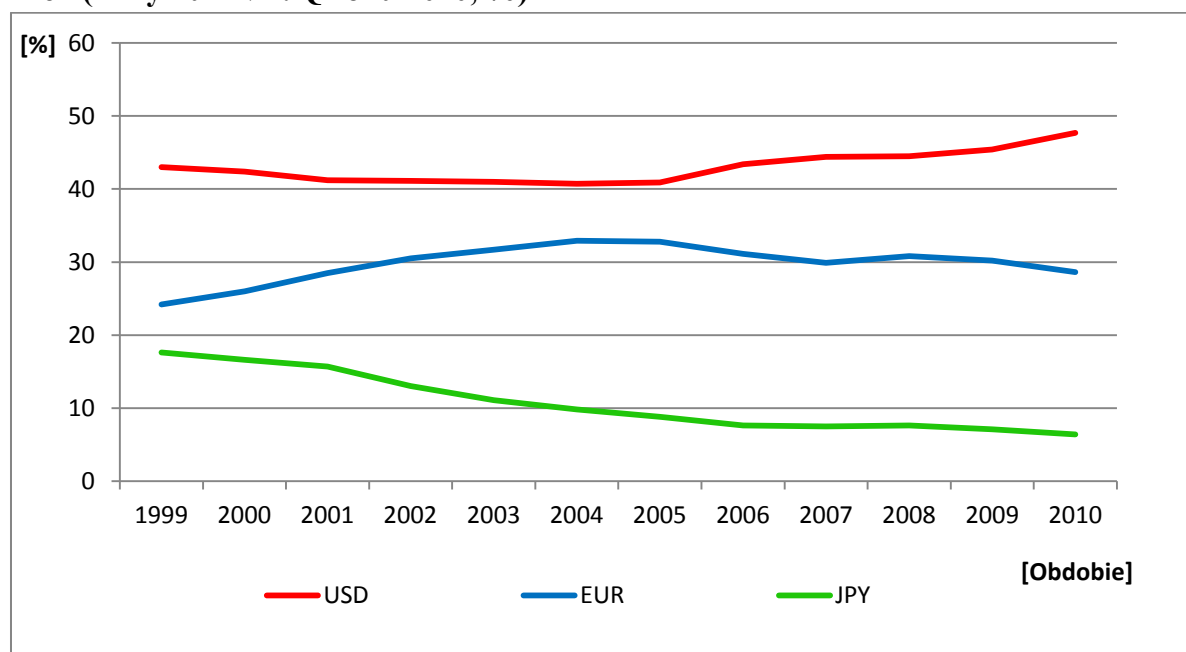
**Tabuľka 4.5 Emisia medzinárodných dlhopisov podľa mien (mld. USD)**

Mena/rok	2006	2007	2008	2009	2010	2010/1Q	2010/2Q	2010/3Q	2010/4Q
<b>USD</b>	749,5	726,2	108,3	441,8	408,6	132,1	14,1	173,0	89,4
<b>EUR</b>	288,8	332,5	179,6	36,1	-102,1	52,1	-35,6	-28,7	-89,9
<b>JPY</b>	15,4	76,1	10,0	-44,2	-10,3	-9,8	-8,5	7,2	0,8

Zdroj: *ECB (2011b)*, *BIS (2010b)*, *vlastná úprava*

Pre bližšie spresnenie problematiky týkajúcej sa vývoja na medzinárodných devízových trhoch je uvedený graf 4.2, ktorý zachytáva vývoj podielu jednotlivých mien na celkovej zásobe nesplatených medzinárodných dlhopisov v rokoch 1999 až 2010, bližšie viz *ECB (2011b)*. Možno konštatovať, že podiel amerického dolára je mierne konštantný a pohybuje sa pod hranicou 50 %. Podiel eura na celkovej zásobe nesplatených medzinárodných dlhopisov sa v sledovanom období zvyšuje. V dobe jeho zavedenia, v roku 1999 dosahovalo euro podiel vo výške 22 %, najväčší podiel objemu však euro zaznamenalo v rokoch 2004 až 2005, kedy sa pohybovalo na úrovni 35 %. V období po prepuknutí finančnej a neskôr i hospodárskej krízy sa jeho podiel pohyboval okolo úrovne 32 %, čo predstavuje oproti jeho zavedeniu nárast o 10 p.b. Pokles podielu eura v období po prepuknutí krízy v roku 2008 možno pripisovať skutočnosti, že objem emisie medzinárodných dlhopisov sa v eurách znížil. Podiel japonského jenu na celkovej zásobe nesplatených medzinárodných dlhopisov sa za sledované obdobie výrazne znižuje, približne o 10 p.b..

**Graf 4.2 Vývoj objemu nesplatených medzinárodných dlhopisov podľa jednotlivých mien (fixný kurz v 4. Q roku 2010, %)**

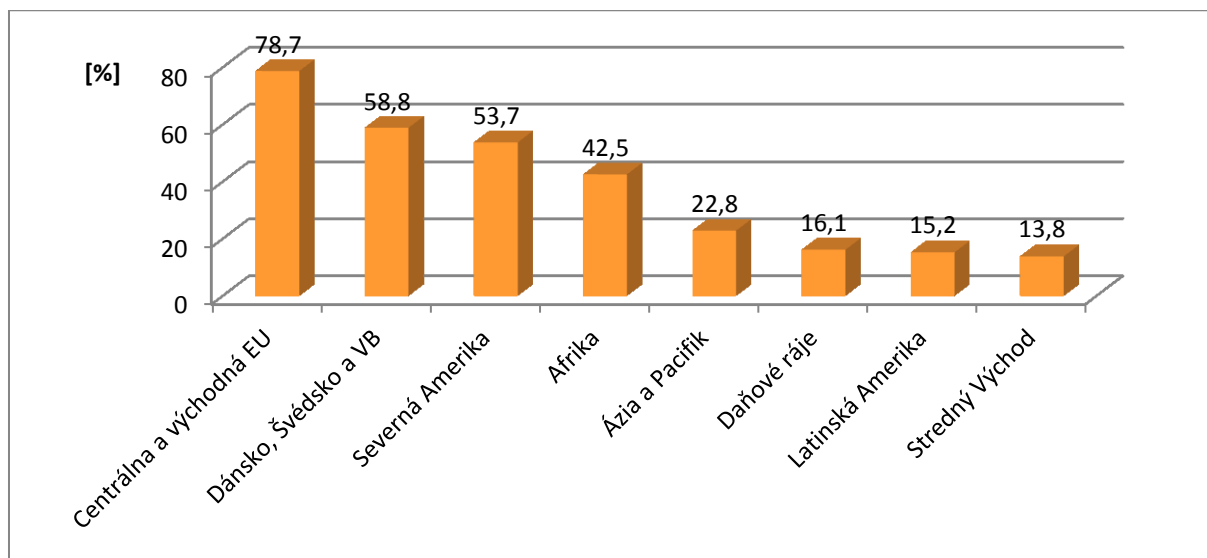


Zdroj: *ECB (2011b)*, *BIS (2010b)*, vlastná úprava

Pre komplexnosť a objektivnosť analýzy je nutné uviesť i skutočnosť, že použitie eura v prípade emisie medzinárodných dlhopisov je podmienené geografickou blízkosťou územia, viz graf 4.3. Najväčší pomer použitia eura ako meny pre emisiu medzinárodných dlhopisov je podľa správy uverejnenej, bližšie viz *FED (2010)* v centrálnej a východnej EU, ďalej

i v členských štátoch EU mimo eurozónu (Dánsko, Švédsko a VB) a v Severnej Amerike. Na druhej strane, najnižší pomer užitia eura na emisii medzinárodných dlhopisov je v oblasti Stredného Východu, Latinskej Ameriky a v oblastiach označovaných ako „daňové raje“<sup>51</sup>. Správa (*FED, 2010*) sa zameriava i na analýzu podielu použitia amerického dolára na emisii medzinárodných dlhopisov. Medzi oblasti najväčších emitentov medzinárodných dlhopisov emitovaných v amerických dolároch sa radí Stredný Východ (82,5 %), Latinská Amerika (82,6 %) a „daňové raje“ (69,4 %). K najnižšiemu využitiu amerického dolára v prípade emisie medzinárodných dlhopisov dochádza v celej EU (štáty eurozóny i štáty mimo eurozónu). V prípade analýzy postavenia eura na medzinárodných dlhopisových trhoch z geografického hľadiska možno na základe dostupných údajov, bližšie viz *FED (2010)*, konštatovať, že finančná kríza z roku 2008 nespôsobila v tejto oblasti skúmania razantné zmeny. Jednotlivé oblasti sveta emitovali medzinárodné dlhopisy v rovnakom pomere z hľadiska meny, menil sa však ich objem.

**Graf 4.3 Podiel eura na zložení medzinárodných dlhopisov podľa geografických oblastí v roku 2010 (%)**



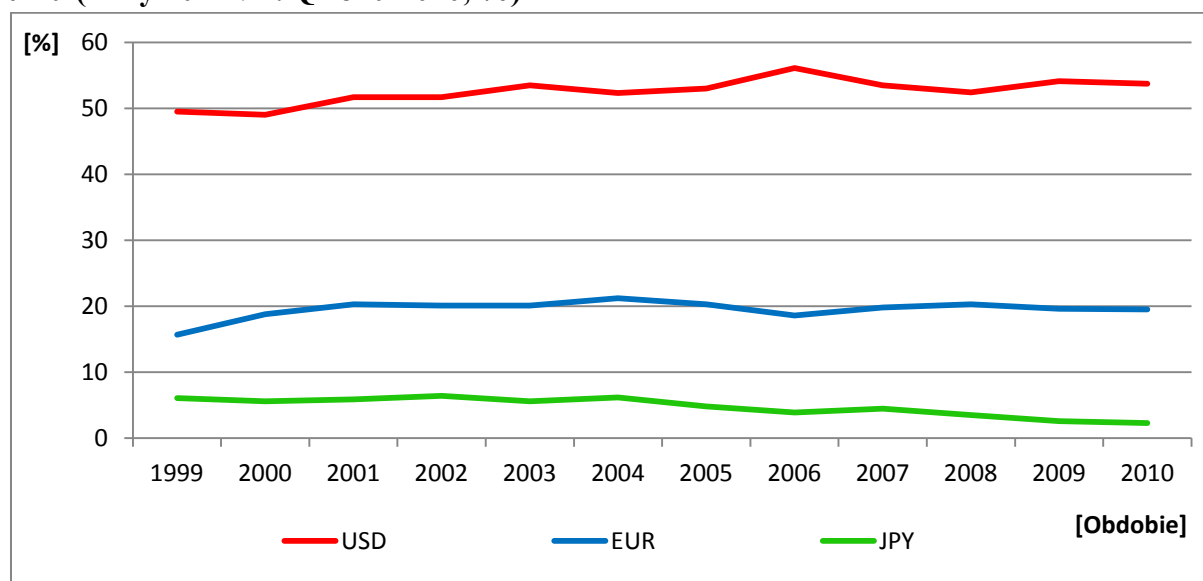
Zdroj: *FED (2010), vlastná úprava*

Vývoj situácie na medzinárodných úverových trhoch možno považovať v období od 1999 – 2010 za pomerne stabilnú, vyplývajúcu z grafu 4.4. Jednotlivé svetové meny, ktoré sú v spomínanom grafe 4.4 uvedené, zastávajú svoje podiely na medzinárodných úverových trhoch bez väčších výkyvov, rozdiely možno zaznamenať v miere dôležitosti amerického

<sup>51</sup> Krajiny, ktoré poskytujú mimoriadne daňové výhody pre zahraničné spoločnosti, predovšetkým vo forme veľmi nízkeho zdanenia. Na registráciu spoločnosti v daňových rajoch je nutné splniť dané podmienky.

dolára, eura a japonského jenu v jednotlivých častiach tohto trhu. Je treba však poukázať i na skutočnosť, že na tomto trhu sa prejavili dopady svetovej finančnej krízy, ktoré spôsobili pokles poskytnutých úverov o 16 % v roku 2008 oproti predchádzajúcemu roku (*ECB, 2011b*). Príčina tohto poklesu pramení zo zvyšujúcej sa neistoty z ďalšieho vývoja a prehĺbovania svetovej finančnej krízy.

**Graf 4.4 Podiel jednotlivých mien na celkovom objeme medzinárodného úverového trhu (fixný kurz v 4. Q roku 2010, %)**

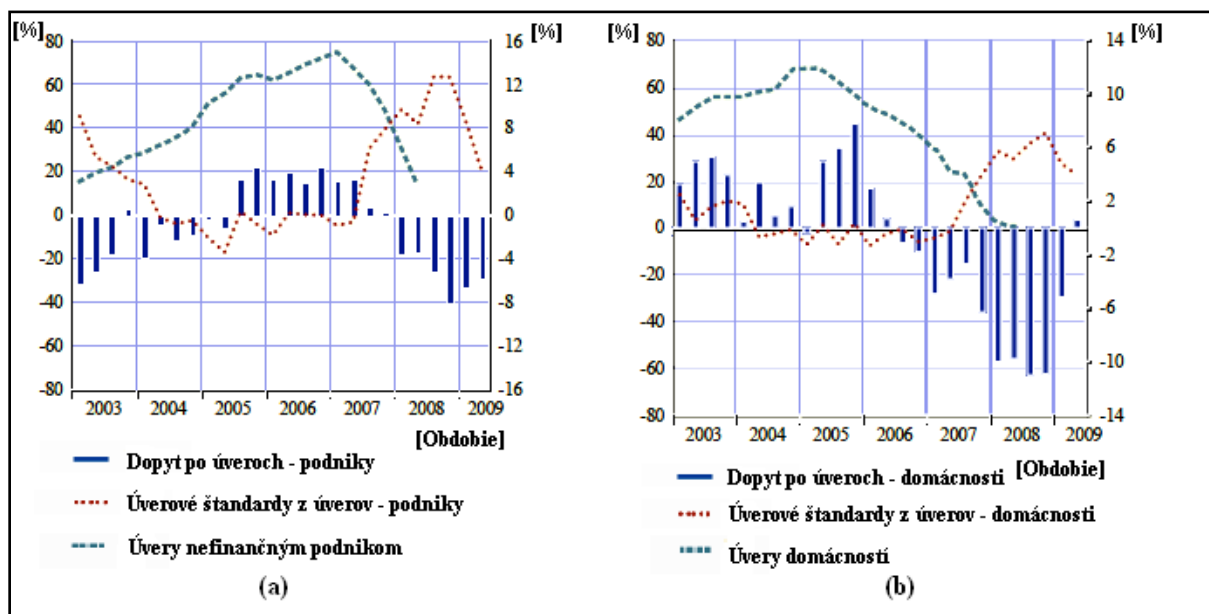


Zdroj: *ECB (2011b), BIS (2010b), vlastná úprava*

Za príčinu poklesu vo vývoji úverového trhu (nielen) v eurách sa považuje vo všeobecnosti previs ponuky úverov nad dopytom po nich v období po prepuknutí finančnej krízy v roku 2008. Celkovo došlo k poklesu dopytu po úveroch zo strany podnikajúcich i zo strany domácností<sup>52</sup>. Podrobnejšie je táto vzniknutá situácia zaznamenaná v grafe 4.5, ktorý znázorňuje vývoj dopytu po úveroch denominovaných v eure zo strany podnikajúcich (graf 4.5 a) a zo strany domácností (graf 4.5 b).

<sup>52</sup> Táto situácia však nebola typická iba pre oblasť medzinárodných úverov denominovaných v eure. Ako som uviedla vyššie, celkovo došlo k poklesu objemu úverov na medzinárodných trhoch, avšak pre spracovanie diplomovej práce sa budem zaoberať len situáciou na trhu medzinárodných úverov denominovaných v eure kde hlavnou oblasťou skúmania je eurozóna.

**Graf 4.5 Vývoj situácie na medzinárodných devízových trhoch – podniky a domácnosti**

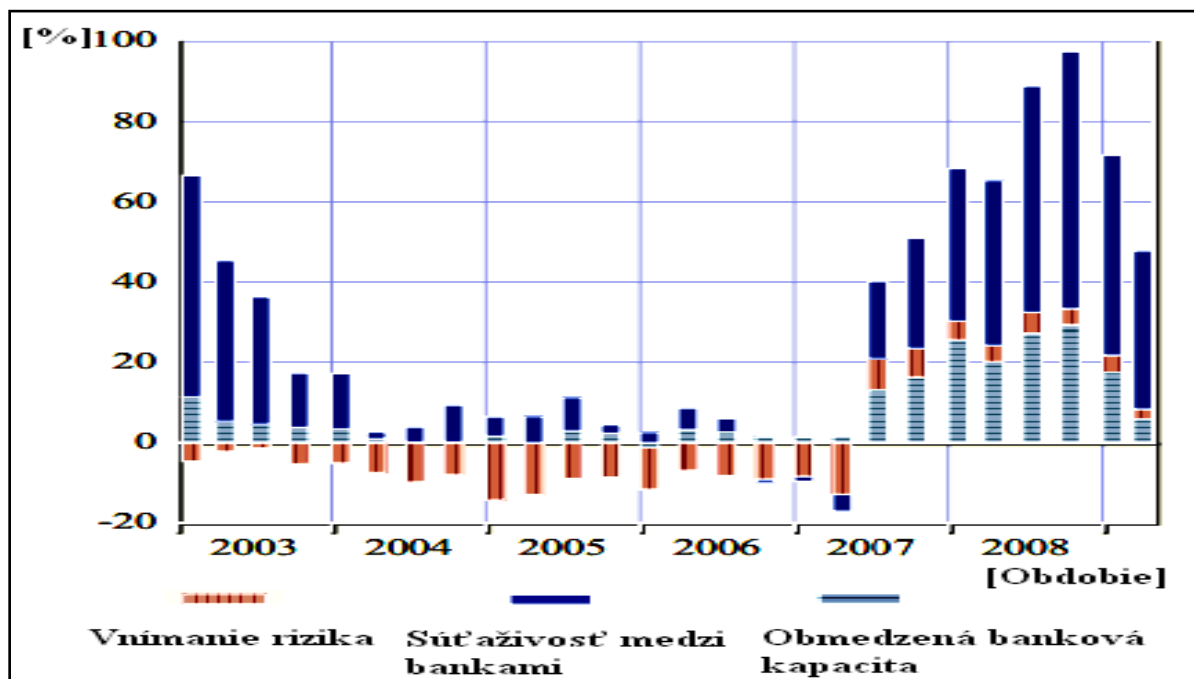


Zdroj: ECB (2009), vlastná úprava

Ako bolo spomenuté vyššie, medzi hlavný faktor poklesu dopytu po úveroch v sledovanom období bolo riziko, ktoré vnímali dané subjekty, a ktoré pramenilo z aktuálnej situácie na trhu. Na medzinárodnom úverovom trhu v eure bola situácia obdobná. V grafe 4.6 je zaznamenaný vývoj faktorov, ktoré prispievali k zmenám (nielen) na medzinárodnom úverovom trhu v eure. Z grafu 4.6 možno konštatovať, že v období tesne pred a následne i počas vypuknutia finančnej krízy v roku 2008 došlo k zvýšeniu objemu faktora vnímania rizika a došlo i k nárastu obmedzenia bankovej kapacity, teda k situácii, kedy banky nemohli dostatočne využívať svoje zdroje krytia. Za určitý „pozitívny“ prínos vzniknutej situácie možno považovať zvýšenie súťaživosti medzi bankami, ktoré pramení zo snahy bánk udržať si stávajúcu klientelu a zo snahy zvýšiť využitie svojej bankovej kapacity.



**Graf 4.6 Vývoj podielu faktorov prispievajúcich k zmenám na medzinárodnom úverovom trhu (%)**



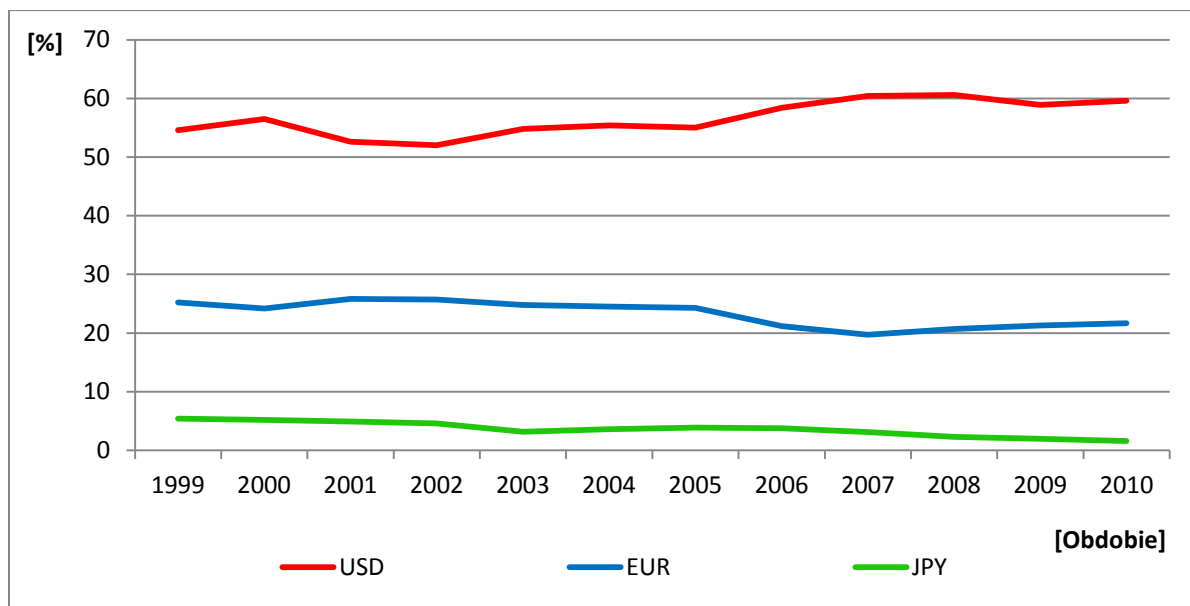
Zdroj: ECB (2009), vlastná úprava

#### 4.1.4 Postavenie eura na medzinárodných vkladových trhoch

Pri analýze postavenie eura v MMS považujem za dôležité objasniť i vývoj jeho využitia v oblasti medzinárodných vkladov. Euro ako svetová mena už pri svojom vzniku v roku 1999 zaberala takmer 1/3 z celkových vkladov ekonomických subjektov. Tento trend pokračoval takmer až do roku 2006, od kedy dochádza k postupnému, miernemu poklesu podielu eura na medzinárodných vkladoch. Ako možno vidieť v grafe 4.7 celkový objem medzinárodných vkladov kulminoval v roku 2008, kedy sa celková hodnota medzinárodných vkladov pohybovala približne na úrovni 6,8 miliárd USD. Celkový podiel eura na medzinárodných vkladoch v tomto období sa však pohyboval iba okolo hranice 20 % z celkovej hodnoty medzinárodných vkladov. Oproti tomu sa podiel amerického dolára na medzinárodných vkladoch v období na začiatku finančnej krízy pohyboval až na úrovni takmer 60 % z celkového objemu vkladov. Avšak po plnom prepuknutí finančnej krízy (od polovice roku 2008 do roku 2009) došlo k poklesu celkového objemu medzinárodných vkladov zhruba o 16 %. Tento pokles naznačuje, že vývoj objemu medzinárodných vkladov bol negatívne zasiahnutý zvýšenou neistotou vyplývajúcou z identifikácie finančnej a neskôr i hospodárskej krízy. Z hľadiska mien došlo k najvýraznejšiemu poklesu podielu na medzinárodných vkladoch u amerického dolára, naopak podiel eura sa v období

po prepuknutí finančnej krízy mierne zvýšil. V prípade japonského jenu možno v období od roku 1999 – 2010 zaznamenať pomerne konštantný vývoj podielu japonského jenu na medzinárodných vkladoch, mierny pokles možno na základe grafickej analýzy uvedenej v grafe 4.7 uviesť od roku 2008.

**Graf 4.7 Vývoj podielu mien na medzinárodných vkladoch (%)**



Zdroj: ECB (2011b), BIS (2010b), vlastná úprava

#### 4.1.5 Postavenie eura vo vzťahu k tretím krajinám

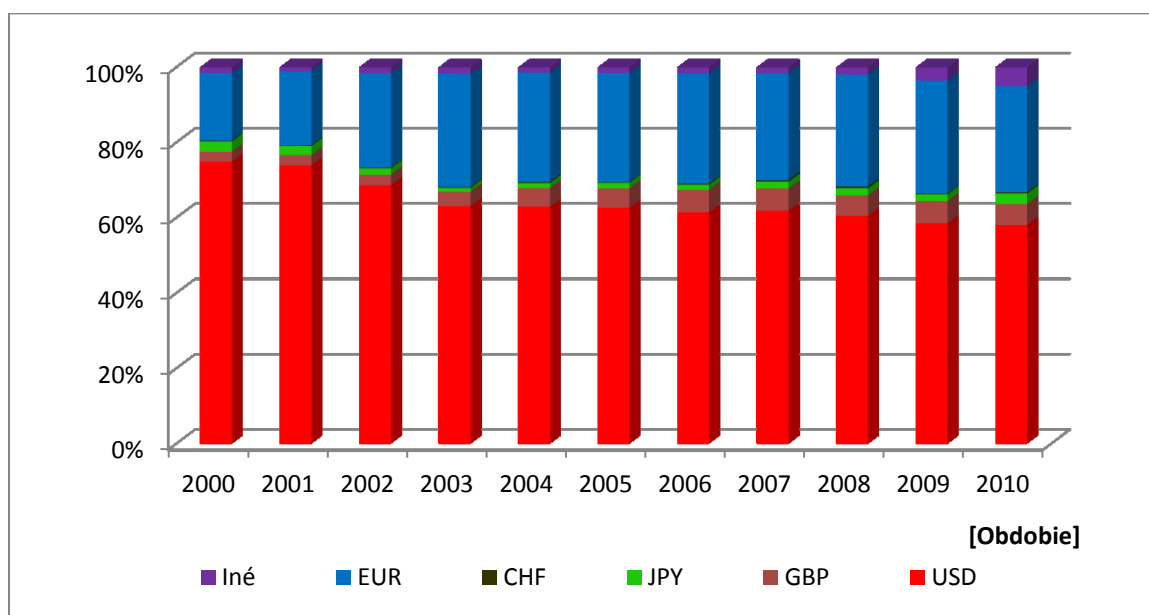
Euro má ako mena široké užitie nielen v krajinách eurozóny, ale i v tzv. tretích krajinách, t. j. krajinách mimo eurozónu. Navyše je euro užívané i centrálnymi bankami tzv. tretích krajín. Euro zväčša využívajú takéto centrálné banky ako nominálnu kotvu menového kurzu svojich tuzemských mien, uchovávajú v eurách svoje devízové rezervy, poprípade používajú euro pri intervenciách na devízových trhoch. Na to, aby došlo k rozhodnutiu, v rámci ktorého sa príslušná centrálna banka rozhodne fixovať menový kurz tuzemskej meny na euro, musí udržiavať dostatočné množstvo devízových rezerv denominovaných v eure. *Lacina a kol. (2007)* sa k tejto problematike vyjadruje spôsobom, ktorý poukazuje na to, že disponovanie potrebným množstvom devízových rezerv v eure umožní danej centrálnej banke realizovať nevyhnutné intervencie na devízovom trhu v prípade apreciačných alebo depreciačných tlakov. Stratégia pri rozhodovaní o fixácii kurzu je do určitej miery podobná ako pri rozhodovaní a prijatí spoločnej meny<sup>53</sup>. Príslušná krajina

<sup>53</sup> Podrobnejšie sa možnosti prijatia spoločnej meny venuje teória Optimálnej menovej oblasti.

by si mala vybrať za nominálnu kotvu menu krajiny, s ktorou má zladený hospodársky vývoj a vykazuje podobné reakcie na vonkajšie šoky. Obvykle sa jedná o menu geograficky blízku. Medzi ďalšie faktory, ktoré ovplyvňujú výber meny „kotvy“ možno zaradiť i inštitucionálne dohody a politické záväzky.

V súčasnosti je využitie eura pre „ukotvenie“ iných mien predovšetkým v Európe bežné, avšak v ostatných častiach sveta má v tejto oblasti i naďalej dominantné postavenie americký dolár. Tejto situácií odpovedá i veľkosť držby jednotlivých oficiálnych devízových rezerv daných krajín, kde má opäť rozhodujúcu prevahu americký dolár. V súčasnosti možno zaznamenať trend, kedy dochádza predovšetkým zo strany rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík o navýšenie podielu eura na ich devízových rezervách. Rozhodla som sa preto, o zakomponovanie podrobnejšej analýzy spomínaného trendu do tejto podkapitoly. Hodnoty podrobnejšej analýzy sú prezentované v grafe 4.8, ktorý zachytáva vývoj podielu jednotlivých mien na celkových devízových rezervách rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín v rokoch 2000 – 2010. V tomto grafe je zrejmé, že postupom času dochádza k nárastu podielu eura na svetových devízových rezervách v týchto krajinách, a to hlavne na úkor amerického dolára. Ani svetová finančná kríza v roku 2008 nemala na vývoj podielu eura v tejto oblasti negatívny vplyv. Práve naopak, euro si udržalo pomerne stabilný podiel na svetových devízových rezervách v rozvojových a rozvíjajúcich sa krajinách.

**Graf 4.8 Menové zloženie devízových rezerv v rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín v rokoch 2000 – 2010 (%)**



Zdroj: IMF (2011b), vlastná úprava

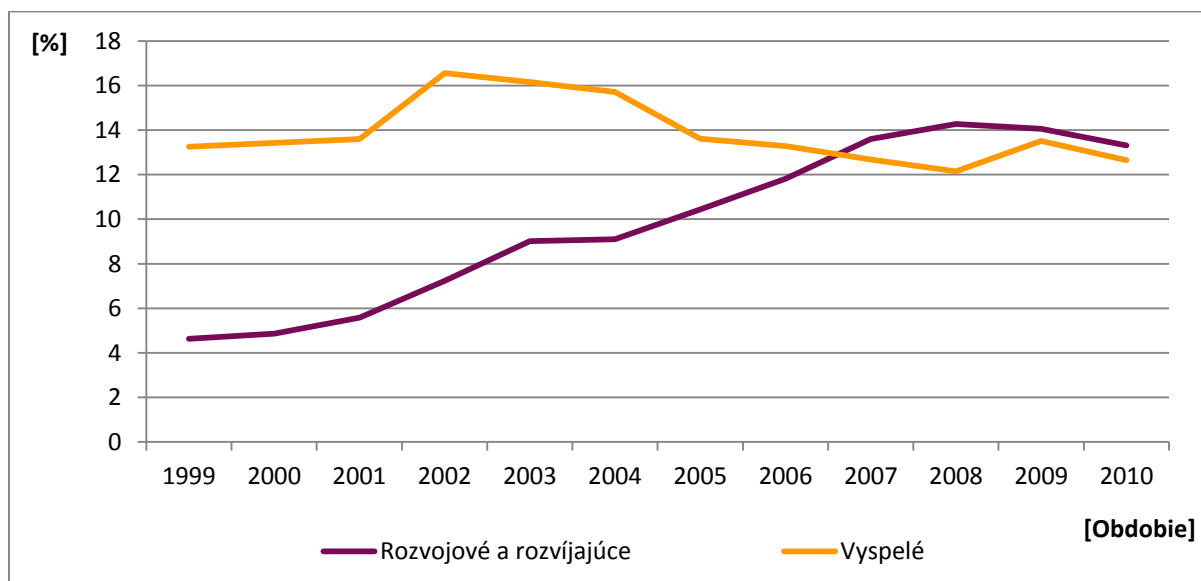
Do skupiny rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík sa zaraďuje i podstatná časť ázijských ekonomík, ktoré boli v priebehu 90-tych rokov 20. storočia zasiahnuté predovšetkým menovou krízou<sup>54</sup>. V dôsledku tejto krízy spomínané ekonomiky začali kumulovať svoje devízové rezervy ako nástroj ochrany proti možnému odlivu kapitálu, následným výkyvom vo vývoji tuzemského menového kurzu a ďalšiemu prehĺbeniu krízy. I keď je euro ako rezervná mena najviac užívaná hlavne geograficky, v krajinách v okolí eurozóny, dochádza k trendu, kedy v rámci skupiny rozvojových a rozvíjajúcich sa štátov ako celku dochádza k diverzifikácii rezervného portfólia pozitívnym smerom k euru. Pozitívny trend rastu podielu devízových rezerv uložených v eurách sa realizuje na úkor poklesu podielu amerického dolára. Podrobnejší popis vývoja podielu eura vo svetových devízových rezervách v rámci vyspelých, rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomikách za obdobie 1999 – 2010 je uvedený v grafe 4.9.

Graf 4.9 poukazuje na skutočnosť, že podiel eura na devízových rezervách vo vyspelých krajinách dosiahol svoje maximum v roku 2002, kedy sa pohyboval na úrovni zhruba 16,6 %. Po tomto období dochádza k miernemu poklesu tohto podielu. Razantný pokles podielu eura na devízových rezervách v prípade vyspelých krajín však možno sledovať až od roku 2005 a jeho najnižšia hodnota je zaznamenaná v roku 2008 na úrovni 12,14 %. Po tomto období vykazuje spomínaný ukazovateľ opätovný mierny nárast. V prípade rozvojových a rozvinutých ekonomík je vývoj podielu eura na devízových trhoch odlišný. Od jeho zavedenia v bezhotovostnej podobe v roku 1999 možno zaznamenať rastúci trend, ktorý kulminoval v roku 2008, a to na úrovni zhruba 14,3 %. Prvý krát podiel eura na devízových rezervách v rozvojových a rozvíjajúcich sa krajinách prekročil podiel vyspelých krajín na prelome roku 2006 a 2007. V období po finančnej kríze sa vývoj pomeru sledovaného ukazovateľa v spomínaných ekonomikách vyvíja približne rovnakým tempom.

---

<sup>54</sup> Ako príklad takýchto ekonomík postihnutých krízou v 90-tych rokoch 20. storočia možno uviesť Thajsko, Malajziu, Indonéziu, Filipíny, Južnú Kóreu, často označované ako „ázijské tigre“.

**Graf 4.9 Vývoj podielu eura na devízových rezervách v rozvojových a vyspelých, vrátane rozvíjajúcich sa ekonomik za obdobie 1999 – 2010 (%)**



Zdroj: IMF (2011b), vlastná úprava

## 4.2 Záverečná diskusia k výsledku

Euro na začiatku svojej existencie bojovalo takmer o prežitie. Táto novo vzniknutá mena predstavovala pre finančný systém určitú neistotu, objavovali sa špekulácie namierené proti nej. ECB dokonca intervenovala v prospech európskej meny na konci roku 2000, kedy sa snažila odvrátiť rekordné znehodnocovanie eura voči americkému doláru<sup>55</sup> (Eckert, 2012). Nakoniec sa situácia stabilizovala a euro postupne získavalo stabilitu a reálne zhodnocovalo voči americkému doláru. Investori, ekonómovia, ale i široká verejnosť v období pred vypuknutím finančnej krízy v roku 2008 zastávali názor, že euro ako spoločná mena je schopná odstrániť rozdiely v životnej úrovni medzi príslušnými krajinami a do istej miery nahradiť americký dolár vo funkcii svetovej meny v MMS. Prepuknutie finančnej krízy v roku 2008 však otriaslo dôverou vo fungovaní MMS. Došlo k zmrazeniu obchodu a transakcií na medzinárodných trhoch, systémom sa šírila neistota. USA ako centrum vzniku finančnej krízy boli zasiahnuté recesiou a americký dolár zaznamenáva striedavo apreciačné a depreciačné tendencie. Vývoj eura je v tomto období podobný.

<sup>55</sup> Koncom roku 2000 zaznamenalo euro kurz 0.8225 voči americkému doláru, a dosiahlo tak svojej historicky najnižšej hodnoty.

V období krátko po zavedení eura sa **Hartmann** (2002) vo svojej štúdii zaoberal medzinárodnou úlohou eura. Vo svojej štúdii poukazoval na skutočnosť, že i keď je euro síce „nováčikom“ na poli svetových mien, eurozóna má ako systém k dispozícii potencionálne veľmi veľké finančné trhy, čo môže byť pre euro kľúčovou príležitosťou. Na to, aby tieto trhy dokázali konkurovať vyspelým finančným trhom v USA je podľa neho nutné, aby naštartovaná integrácia a rast týchto trhov v EU pokračoval. Prínosom je podľa neho i skutočnosť, že ECB svojou činnosťou získala dôveryhodnosť a dokázala udržať stabilnú cenovú hladinu v eurozóne od začiatku 3. etapy formovania HMU. Navzdory skutočnosti, že ekonomiky eurozóny a USA sú podobných veľkostí a obe vykazujú zrovnateľnú menovú stabilitu si i po zavedení eura udržal americký dolár štatút najvýznamnejšej svetovej meny.

Záver z uvedenej štúdie konštatujú, že v roku 2002 sa euro stalo druhou najpoužívanějšíou menou v MMS<sup>56</sup>. Euro počas prvých troch rokov svojej existencie zaznamenalo expanziu vo vzťahu nárastu vydávaných eurových medzinárodných dlhopisov, zmienek a nástrojov peňažného trhu. Postupne dochádzalo i k nárastu zahraničných bankových investícií. Okrem toho Hartmann (2002) predpokladá, že euro bude do budúcnosti rozvíjať svoju úlohu v rámci MMS. Kľúčovú úlohu však bude podľa neho zohrávať fakt ďalšieho rozvoja a hlbšej integrácie finančných trhov v eurozóne, neutralita ECB a cenová stabilita, ktorá je jednou z najdôležitejších vlastností svetovej meny a jej medzinárodného využitia.

Táto štúdia sa stala východiskovým podkladom pre spracovanie analýzy úlohy eura v MMS, ktorá je obsiahnutá v mojej diplomovej práci. Prevzala som jednotlivé oblasti skúmania, často som však oblasť skúmania prehĺbila<sup>57</sup>. Navyše som rozšírila časovú os analýzy (spravidla až do roku 2010), kde som pri každom sledovanom ukazovateli rozobrala možné dopady finančnej krízy na euro. Hartmann štúdiu publikoval v roku 2002, kedy došlo iba k fyzickému zavedeniu eura a o jeho postavení v MMS sa viedli iba debaty. V súčasnosti je jasné, že euro je druhou najvýznamnějšíou menou v MMS. Jeho vývoj v MMS narušila finančná kríza v roku 2008, napr. došlo v tomto období k výraznému obmedzeniu emisie medzinárodných dlhopisov v eure, bližšie viz podkapitola 4.1.3.

---

<sup>56</sup> Prvé miesto patrí americkému doláru, tretie japonskému jenu.

<sup>57</sup> Napr. som sa zameriavala na podiel eura na devízových rezervách v rozvojových a rozvinutých krajinách, vrátane krajín rozvíjajúcich sa (namiesto podielu na celkových svetových devízových rezervách), pretože sa domnievam, že rozhodnutie rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín o zložení ich devízových rezerv bude pre euro významné.

Negatívne dopady finančnej krízy na euro však boli zaznamenané nepriamo, a to prostredníctvom straty dôvery vo fungovanie MMS, vrátane narušenia stabilného vývoja svetových mien. Za oveľa vážnejšiu situáciu vo vývoji eura v MMS však považujem obdobie od roku 2011, kedy sa niektoré krajiny eurozóny (napr. Grécko, Írsko, Taliansko, Španielsko, atď.) dostali do veľkých problémov s nekontrolovateľne narastajúcim štátnym dlhom. Táto situácia odštartovala vlnu nedôvery a skepticizmu na finančných trhoch voči euru, zapríčinila rast úrokových sadzieb štátnych dlhopisov, úsporné balíčky vlád, či zníženie ratingu konkrétnych krajín. V extrémnych prípadoch sa objavovali/objavujú názory o rozpade eurozóny, pádu eura a o návrate k národným menám krajín eurozóny. Na druhej strane sa objavila snaha a vôľa členských i nečlenských krajín eurozóny poskytnúť zadlženým krajinám pomoc. Domnievam sa, že pre ďalší vývoj eura ako svetovej meny a získanie dominantného postavenia v MMS je nevyhnutné, aby došlo k vyriešeniu problému dlhovej krízy, s ktorou sa euro potýka.

Pre komplexnosť mnou prevedenej analýzy uvádzam i výsledky štúdie od **Heimonema** (Heimonem, 2008), ktorá je zameraná na možnosť, či by euro mohlo nahradiť americký dolár vo funkcii svetovej meny. Výsledky tejto analýzy poukazujú na skutočnosť, že z dlhodobého hľadiska by bola substitúcia eura a amerického dolára symetrická. V krátkodobom horizonte je však euro len „životaschopnou“ náhradou za americký dolár, a to dokonca iba v prípade, ak by sa úroková sadzba amerického dolára relatívne zvýšila. Táto skutočnosť súvisí s významnosťou fixných nákladov, ktoré sú spojené s užívaním amerického dolára ako svetovej meny.

V mnou prevedenej analýze sa konkrétne nezaoberám situáciou, kedy by euro nahradilo americký dolár z krátkodobého alebo dlhodobého hľadiska. Skúmam iba jeho vývoj v danom časovom období a analyzujem dopady finančnej krízy na jeho postavenie v MMS. Avšak na základe poznatkov využívajúcich v rámci uplatňovania teórie racionálneho očakávania sa domnievam, že euro bude počas svojej existencie „doháňať“ vedúcu pozíciu amerického dolára. Prvenstvo ale nedosiahne, pretože z geografického hľadiska má euro oveľa menší vplyv na rozvojové a rozvíjajúce sa krajiny než americký dolár. Práve rozhodnutie týchto krajín o voľbe a používaní zahraničnej (svetovej) meny bude kľúčové pre získanie, resp. udržanie dominantného postavenia danej meny v MMS. Nemalú úlohu zohráva i fakt, že euro svojou koncepciou predstavuje politický, a nie ekonomický projekt.

Ďalšiu štúdiu, ktorú som sa rozhodla uviesť a ktorá sa týka postavenia eura v MMS, publikovali americkí profesori a významní ekonómovia **Chinn a Frankel** (*Chinn a Frankel, 2008*). Štúdia analyzuje možný vývoj eura v nasledujúcich 15-tich rokoch. Dvojica autorov a zamerala na objasnenie základných podmienok, ktorých splnenie je nevyhnutné pre získanie štatútu svetovej meny a aplikovala ich na euro. Súhrn týchto podmienok sa v konečnom dôsledku podobá podmienkam, ktoré publikoval vo svojej štúdií *Hartmann (2002)*, a ktoré vo svojej diplomovej práci analyzujem. Podmienky uvedené v štúdií, bližšie viz (*Chinn a Frankel, 2008*) sa zameriavajú na analýzu výstupu a veľkosti obchodu danej ekonomiky, rozvinutosti finančných trhov, dôveryhodnosti v hodnotu danej meny a na analýzu sieťových externalít. V prípade sieťových externalít konkrétne skúmajú veľkosť úspor z rozsahu, ktoré so sebou prináša zavedenie či užívanie eura, poprípade analyzujú reakciu ekonomických subjektov na rozšírenie užívania eura.

Dvojica autorov uvádza, že v období po zavedení eura došlo k integrácii na peňažných trhoch, na trhoch vládnych dlhopisov, akciových a bankových trhoch a došlo i k obrovskému nárastu emisie podnikových dlhopisov denominovaných v eure, i k rozšíreniu užívania eura ako rezervnej meny. Poukazujú však na to, že integrácia na vyššie uvedených trhoch sa väčšinou odohrávala iba na európskom kontinente, nedochádzalo k jej aktívnemu zapojeniu sa na medzinárodnej úrovni.

Na základe ekonometrickej analýzy a odhadov, ktoré sú vedené v spomínanej štúdií (*Chinn a Frankle, 2008*), došla dvojica autorov k dvom variantom. V prvom prípade bude euro postupne získavať na váhe a dôležitosti svojho postavenia v MMS, a v období okolo roku 2020 by sa mal stať svetovou menou číslo jedna a nahradil by tak americký dolár. Rozhodujúcou podmienkou pre túto variantu je pripojenie sa predovšetkým VB (poprípade Švédska a Dánska) do HMU. V druhom prípade si americký dolár udrží svoje dominantné postavenie v MMS, euro bude zastávať pozíciu číslo dva, pričom rozdiel medzi jednotlivými pozíciami nebude príliš významný. Musíme však poznamenať, že spomínaná analýza vychádza z predpokladov stabilného vývoja použitých ukazovateľov a nepredpokladá vznik krízových situácií.

Vo svojej úvahe o postavení eura v MMS a jeho ďalšom vývoji sa zhodujem zo závermi štúdie od Chinna a Frankela, resp. s ich druhou variantou ekonometrickej analýzy. Ako som uviedla vyššie, na základe nahromadených faktov a získaných poznatkov v tejto oblasti sa domnievam, že euro bude v budúcnosti druhá najvýznamnejšia mena v MMS,



dominantné postavenie si udrží americký dolár. Rozdiel medzi tými pozíciami však nebude veľmi významný.

### **4.3 Zhrnutie**

Tematicky a obsahovo možno túto kapitolu rozdeliť na dve časti. Prvá časť kapitoly je zameraná na analýzu eura v MMS v krízovom období. Za krízové obdobie je v tomto prípade považovaný rok 2008, kedy bol MMS zasiahnutý finančnou krízou. Na základe jednotlivých ukazovateľov je podrobne analyzované postavenie eura na medzinárodných devízových, dlhopisových, úverových a vkladových trhoch, je tiež analyzovaná i jeho pozícia v zahraničnom obchode a jeho využitie voči tretím krajinám. Tieto ukazovatele sú analyzované v časových radách, kedy je vždy porovnávaná ich hodnota pred a po vzniku finančnej krízy. Získané výsledky umožňujú získať prehľad o veľkosti dopadov finančnej krízy na využitie eura v MMS.

Druhá časť kapitoly poskytuje stručný prehľad vybraných empirických štúdií o postavení eura v MMS, o jeho možnosti a potenciálu prevziať pozíciu najvýznamnejšej svetovej meny v MMS. K týmto poznatkom je vždy uvedená spätná väzba, ktorá súvisí s mnou realizovanou analýzou a so závermi z nej vyplývajúcich.

## 5 Záver

Cieľom tejto diplomovej práce bolo za pomoci dostupných zdrojov charakterizovať MMS a postavenie eura ako svetovej meny v ňom, predovšetkým však analyzovať a komparovať vývoj eura, amerického dolára a japonského jenu v rámci MMS pred a po roku 2008. Cieľom práce bolo i pochopiť súvislosti a získať prehľad o dopadoch finančnej krízy, ktoré ovplyvnili pozíciu eura v MMS. Ciele práce boli postupne dosahované v priebehu vypracovania diplomovej práce, začínajúc prvou a končiac tretou tematickou kapitolou.

Hypotéza, ktorá bola stanovená v úvode diplomovej práce, a na základe ktorej *„svetová finančná kríza z roku 2008 oslabila postavenie eura v MMS“*, bola potvrdená. Finančná kríza z roku 2008 mala bezpochyby vplyv na vývoj sledovaných ukazovateľov všetkých skúmaných svetových mien (euro, americký dolár, japonský jen), rozdiel však spočíval v hĺbke a rozsahu negatívnych následkov finančnej krízy na skúmaný ukazovateľ danej meny.

Zo získaných platných a overených znalostí a informácií som v úvode diplomovej práce popisovala i teoretické východiská a princípy fungovania MMS, na základe ktorých som vytvorila teoretický podklad k hlbšej analýze postavenia eura v MMS.

S využitím teórie svetovej meny v druhej tematickej kapitole som za pomoci štyroch vybraných princípov analyzovala, či euro možno považovať za svetovú menu. Túto dielču analýzy som realizovala vo vzájomnej komparácii eura s americkým dolárom a japonským jenom za sledované obdobie 2000 – 2010. Na základe výsledkov tejto analýzy konštatujem, že euro získalo od doby svojej existencie (rok 1999) štatút svetovej meny. Vo všetkých mnou analyzovaných oblastiach zastáva euro druhé miesto z hľadiska prvenstva svetovej meny, v závese za americkým dolárom a pred japonským jenom. Hlavné nedostatky, ktoré z dielčej analýzy vyplynuli, a na základe ktorých získalo euro pozíciu „iba“ druhej najdôležitejšej svetovej meny sú napr. nedostatočná úroveň integrácie európskeho akciového trhu, nezapojenie všetkých členských krajín EU do eurozóny, obmedzený vplyv eura predovšetkým z geografického hľadiska a skutočnosť, že euro je novovzniknutá mena, ktorá má oproti americkému doláru menej stabilné postavenie a dôveryhodnosť v MMS.

Vo všeobecnosti možno konštatovať, že finančná kríza z roku 2008 mala zo skúmaných mien najväčší negatívny dopad na vývoj a postavenie amerického dolára v MMS. Tretia tematická kapitola analyzuje negatívne dopady tejto krízy na euro. Tie boli v náväznosti na euro zaznamenané zväčša nepriamo, a to napr. prostredníctvom zmrazenia obchodu a transakcií na medzinárodných trhoch, šírením neistoty a kolísaním menových kurzov. Všetky vyššie uvedené negatívne dopady finančnej krízy mali za následok stratu dôvery vo fungovanie MMS, vrátane narušenia stabilného vývoja svetových mien. Okrem iného možno uviesť i negatívne dopady finančnej krízy na vývoj úverového trhu v eurách. Za príčinu tejto situácie možno považovať vo všeobecnosti previs ponuky úverov nad dopytom po nich, v období po plnom prepuknutí finančnej krízy v roku 2008. Tento trend bol však zaznamenaný i u ostatných skúmaných svetových mien. Negatívnymi následkami finančnej krízy bol zasiahnutý i medzinárodný dlhopisový trh v eurách. I keď v roku 2008 prekročil objem dlhopisov emitovaných v eure objem dlhopisov emitovaných v amerických dolároch, došlo v roku 2009 k jeho výraznému poklesu, a to z dôvodu, že práve v tomto období došlo k vyvrcholeniu finančnej krízy v krajinách, ktorých nerezidenti emitujú svoje dlhopisy v eurách.

Pozitívny vývoj eura v sledovaných ukazovateľov mnou prevedenej analýze je možno zaznamenať vo vývoji, respektíve v rastu podielu eura na devízových rezervách v rozvojových a rozvíjajúcich sa krajinách. Do tohto trendu však nie sú zahrnuté devízové rezervy Číny, pretože údaje o skladbe svojich devízových rezerv Čína neposkytuje. Avšak na základe získaných poznatkov a dedukcie, diverzifikuje Čína v súčasnosti svoje zásoby devízových rezerv smerom k euru. Tento proces môže mať v budúcnosti za následok apreciáciu eura a zmenu v menovej skladbe devízových rezerv ostatných štátov.

Pri skúmaní eura ako svetovej meny som sa venovala i možnému scenáru, a to, že by sa práve euro stalo svetovou menou číslo jedna. Na základe získaných poznatkov a nahromadených faktov uplatňujúcich v rámci teórie racionálneho očakávania sa domnievam, že euro bude počas svojej existencie „doháňať“ vedúcu pozíciu amerického dolára. Toto prvenstvo ale nedosiahne, i keď rozdiely medzi jednotlivými pozíciami nebudú veľmi významné. Dozaista dôležitým medzníkom vo vývoji eura a jeho postavení v MMS bude hlavne vyriešenie dlhovej krízy eurozóny v súčasnom období a vysporiadanie sa s jej následkami, resp. ďalšie fungovanie eurozóny ako celku.

Svoje poznatky a argumenty o postavení eura v MMS, o jeho možnostiach a potenciáli prevziať pozíciu najvýznamnejšej svetovej meny v MMS som aplikovala do záveru tretej tematickej kapitoly, ktorá poskytuje prehľad mnou vybraných empirických štúdií venujúcich sa postaveniu eura v MMS a mojej spätnej väzbe na ne.

## Zoznam použitej literatúry

### Knižné zdroje:

**BARNES, Ian a Pamela BARNES. 1995.** *The Enlarged European Union*. 1. vyd. London: Longman, 1995. 420 s. ISBN 0-582-08115-7.

**BEDNAŘÍK, Radek. 2009.** *Makroekonomické dopady role dolaru v mezinárodním měnovém systému*. 1. vyd. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2009, 90 s. ISBN 978-80-86729-52-7.

**DANIELS, Joseph a David VANHOOSE. 1999.** *International Monetary and Financial Economics*. Ohio: South-Western College Publishing, 1999. 555 s. ISBN 0-538-87533-X.

**DĚDEK, Oldřich. 2008.** *Historie evropské měnové integrace: od národních měn k euru*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, 260 s. ISBN 978-807-4000-768.

**De GRAUWE, Paul. 2007.** *Economics of Monetary Union*. 7. vyd. New York: Oxford University Press, 2007, 281 s. ISBN 01-992-9780-0.

**DUNN, Robert a John MUTTI. 2004.** *International Economics*. 6. vyd. New York: Routledge, 2004, 518 s. ISBN 04-153-1154-3.

**DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL. 2007.** *Mezinárodní finance*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2007. 487 s. ISBN 978-80-7261-170-6.

**ECKERT, Daniel. 2012.** *Světová válka měn: euro, zlato, nebo jüan - která z měn se stane nástupcem dolaru?*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 228 s. ISBN 978-80-247-4099-7.

**HOLMAN, Robert. 2005.** *Dějiny ekonomického myšlení*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 539 s. ISBN 80-717-9380-9.

**INGRAM, James a Robert DUNN, JR. 1993.** *International Economics*. 3. vyd. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1993. 553 s. ISBN 0-471-61031-3.

**JÍLEK, Josef. 2004.** *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2004. 744 s. ISBN 80-247-0769-1.

**JUREČKA, Václav a Ivana JÁNOŠÍKOVÁ. 2004.** *Makroekonomie: Základní kurs*. 1. vyd. Ostrava: VŠB-Technická univerzita Ostrava, 2004. 299 s. ISBN 80-248-0530-8.

**KRUGMAN, Paul Robin a Maurice OBSTFELD. 2009.** *International Economics: Theory and Policy*. 8th ed. Boston: Pearson Education, 2009. 706 s. ISBN 0-321-55398-5.

**KUČEROVÁ, Zuzana. 2008.** *Průvodce kurzem Monetární politika otevřené ekonomiky*. 1. vyd. Ostrava: VŠB-Technická univerzita Ostrava, 2008. 28s. ISBN 978-80-248-1728-6.

**LACINA, Lubor, a kol. 2007.** *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 538 s. ISBN 978-80-7179-560-5.

**MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. 2008.** *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2008. 368 s. ISBN 978-80-7261-185-0.

**MARKOVÁ, Jana. 2004.** *Mezinárodní měnové instituce*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 254 s. ISBN 80-245-0431-6.

**MARKOVÁ, Jana. 2006.** *Mezinárodní měnová spolupráce*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 270 s. ISBN 80-245-1053-7.

**MISHKIN, Frederic. 2009.** *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 9th ed. Boston: Pearson Education, 2009. 664 s. ISBN 0-321-64936-2.

**NEUMANN, Pavel, a kol. 2010.** *Mezinárodní ekonomie*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 160 s. ISBN 978-80-247-3276-3.

**NĚMEČEK, Eduard. 2000.** *Mezinárodní měnový systém: Otázka konvertibility, stability a likvidity*. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2000. 247 s. ISBN 80-246-0081-1.

**REVENDA, Zbyněk, a kol. 1999.** *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1999. 744 s. ISBN 80-8943-89-1.

**SYCHRA, Zdeněk. 2009.** *Jednotná evropská měna. Realizace hospodářské a měnové unie v EU*. 1. vyd. Brno: Muni Press, 2009. 296 s. ISBN 978-80-210-5082-2.

**ŽÍDEK, Libor. 2007.** *Dějiny světového hospodářství*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk. 2007. 391 s. ISBN 978-80-7380-035-2.

## Internetové zdroje:

**BACCHETTA, Philippe a Eric van WINCOOP. 2005.** A Theory of the Currency Denomination of International Trade. *Journal of International Economics* [online]. 2005, roč. 67, č. 2, s. 295-319 [cit. 2012-03-16]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199605000024>.

**BIS. 2010a.** Triennial central bank survey: Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010 [online]. 2010a [cit. 2012-03-18]. ISBN 1814-7356. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/rpfx10.pdf>.

**BIS. 2010b.** Triennial central bank survey: Report on global foreign Exchange market activity in 2010 [online]. 2010b [cit. 2012-04-12]. ISBN 92-9197-854-X. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/rpfx10.pdf>.

**Currency Boards and Dollarization. 2008.** *Introduction to Currency Boards* [online]. 2008 [cit. 2012-02-09]. Dostupné z: <http://users.erols.com/kurrency/intro.htm>.

**ECB. 1998a.** *Determination of the Euro Conversion Rates*. [online]. 31. 12. 1998a [cit. 2012-01-05]. Dostupné z: [http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981231\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981231_2.en.html).

**ECB. 1998b.** *Convergence report: report required by Article 109j of the Treaty establishing the European Community* [online]. Frankfurt am Main: European Monetary Institute, 1998b [cit. 2012-02-17]. ISBN 92-916-6057-4. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr1998en.pdf>.

**ECB. 2000.** *Convergence report 2000* [online]. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2000 [cit. 2012-02-17]. ISBN 92-918-1061-4. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr2000en.pdf>.

**ECB. 2006.** *Convergence report 2006* [online]. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2006 [cit. 2012-02-17]. ISSN 1725-9525. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr200612en.pdf>.

**ECB. 2007.** *Convergence report 2007* [online]. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2007 [cit. 2012-02-17]. ISSN 1725-9525. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr200705en.pdf>.

**ECB. 2008.** *Convergence report 2008* [online]. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2008 [cit. 2012-02-17]. ISBN 978-927-9083-853. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication12574\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12574_en.pdf).

**ECB. 2009.** *Monthly Bulletin: October 2009* [online]. 2009 [cit. 2012-03-10]. ISSN 1725-2822. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200910en.pdf>.

**ECB. 2010a.** *International Role of the Euro: July 2010* [online]. 2010 [cit. 2012-03-05]. ISSN 1725-6593. Dostupné z: <http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/euro-international-role201007en.pdf>.

**ECB. 2010b.** *Convergence report 2010* [online]. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2010b [cit. 2012-02-17]. ISBN 978-927-9148-057. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-3_en.pdf).

**ECB. 2011a.** *Hospodářská a měnová unie.* [online]. 2011a [cit. 2012-01-05]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.cs.html>.

**ECB. 2011b.** *International Role of the Euro: July 2011* [online]. 2011b [cit. 2012-04-12]. ISSN 1725-6593. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201107en.pdf>.

**ECB : Statistical Data Warehouse. 2012a.** *ECB Reference Exchange Rate, US dollar/Euro* [online]. 2012a [cit. 2012-02-15]. Dostupné z: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.H.USD.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.H.USD.EUR.SP00.A).

**ECB : Statistical Data Warehouse. 2012b.** *ECB Reference Exchange Rate, Japanese yen/Euro* [online]. 2012b [cit. 2012-02-15]. Dostupné z: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.H.JPY.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.H.JPY.EUR.SP00.A).

**European Commission. 2007.** *Jedna měna pro jednu Evropu: Cesta k euru* [online]. Evropská společnost, 2007 [cit. 2012-02-09]. ISBN 92-79-04472-9. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication6730\\_cs.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_cs.pdf).

**European Commission. 2011.** Economics and Financial Affairs. *The Euro Outside the Euro Area.* [online]. 05. 06. 2011 [cit. 2012-01-04]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/world/outside\\_euro\\_area/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/outside_euro_area/index_en.htm).

**Euroskop.cz. 2005-2012.** *Eurozóna: Počátky jednotné měny* [online]. © 2005-2012 [cit. 2012-02-09]. Dostupné z: <http://www.euroskop.cz/319/sekce/pocatky-jednotne-meny/>.



**Eurostat. 2012a.** EUROPEAN COMMISSION. *Monetary and Other Financial Statistics* [online]. 2012a [cit. 2012-02-13]. Dostupné z: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=mny\\_stk\\_mcp\\_a&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=mny_stk_mcp_a&lang=en).

**Eurostat. 2012b.** EUROPEAN COMMISSION. *Harmonised Indices of Consumer Prices* [online]. 2012b [cit. 2012-02-15]. Dostupné z: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc\\_hicp\\_aind&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_aind&lang=en).

**Eurostat. 2012c.** EUROPEAN COMMISSION. *External Trade* [online]. 2012c [cit. 2012-02-16]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?jsessionid=9ea7d07e30e7c249975d72a64ab6aa06975e4286dccc.e34OaN8Pc3mMc40Lc3aMaNyTahqQe0?tab=table&plugin=1&pcode=tet00018&language=en>.

**FED. 2010.** European Commission and Federal Reserve Bank of Dallas Conference: The Euro and the Dollar in the Crisis and Beyond Dallas. In: *The Global Use of the Dollar and Euro* [online]. 2010 [cit. 2012-03-06]. Dostupné z: [http://www.dallasfed.org/institute/events/2010/10euro\\_pineau2.pdf](http://www.dallasfed.org/institute/events/2010/10euro_pineau2.pdf).

**HARTMANN, Phillip. 2002.** The International Role of the Euro. *Journal of Policy Modeling* [online]. 2002, roč. 24, č. 4, s. 315-345 [cit. 2012-03-13]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0161893802001114>.

**HEIMONEN, Kari. 2008.** Substituting a substitute currency. *International Review of Economics & Finance* [online]. 2008, roč. 17, č. 1, s. 66-84 [cit. 2012-03-17]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1059056006000384>.

**CHINN, Menzie a Jeffrey FRANKEL. 2008.** The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency. *National Bureau of Economic Research* [online]. 2008, č. 13909 [cit. 2012-03-17]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w13909.pdf>.

**IMF. 2011a.** *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* [online]. 2011a [cit. 2012-02-09]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>.

**IMF. 2011b.** *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)* [online]. 2011b [cit. 2012-03-17]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>.

**MEISSNER, Christopher. 2005.** A new world order: explaining the international diffusion of the gold standard, 1870–1913. *Journal of International Economics* [online]. 2005, roč. 66, č. 2, 385-406 s. [cit. 2012-02-10]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199604001187>.

**Ministerstvo financí České republiky. 2011.** Výkladový slovníček. *Zavedení eura v České republice* [online]. 2011 [cit. 2012-01-05]. Dostupné z: [http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/vyklad\\_slovnik.html?PG=M](http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/vyklad_slovnik.html?PG=M).

## Zoznam skratiek

B – W	Bretton – Woodsky menový systém
BIS	Banka pre medzinárodné vysporiadanie
CZK	Česká koruna
ČR	Česká republika
ECB	Európska centrálna banka
ECU	Európska menová jednotka
EHS	Európske hospodárske spoločenstvo
EK	Európska komisia
EMA	Európska menová dohoda
EMI	Európsky menový inštitút
EMS	Európsky menový systém
EPU	Európska platobná únia
ERM	Mechanizmus devízových kurzov
ES	Európske spoločenstvá
ESCB	Európsky systém centrálnych bánk
EU	Európska únia
EUA	Európska zúčtovacia jednotka
EUR	Euro
FED	Federálny rezervný systém
GBP	Britská libra
HDP	Hrubý domáci produkt
HICP	Index spotrebiteľských cien
HMU	Hospodárska a menová únia
IBRD	Medzinárodná banka pre obnovu a rozvoj
JPY	Japonský jen
JVT	Jednotný vnútorný trh
MK	Menový kurz
MMF	Medzinárodný menový fond
MMS	Medzinárodný menový systém
PKS	Parita kúpnej sily
PRINCE	Program informovanosti občanov Európy

SDR	Špeciálne práva čerpania
USA	Spojené štáty americké
USD	Americký dolár
VB	Veľká Británia

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne .....

.....  
Bc. Anna Durajová

## **Zoznam tabuliek**

Tabuľka 3.1	Veľkosť akciového trhu v EU 27, USA a Japonsku v roku 2009 (mld. €).....	32
Tabuľka 3.2	Záverečná (tretia) etapa realizácie HMU.....	43
Tabuľka 3.3	Obecná charakteristika národných mien pred zavedením eura v roku 2002 ....	45
Tabuľka 4.1	Užitie eura pri fakturácií v medzinárodnom obchode – krajiny eurozóny .....	50
Tabuľka 4.2	Užitie eura pri fakturácií v medzinárodnom obchode – krajiny mimo eurozónu .....	51
Tabuľka 4.3	Užitie eura pri fakturácií v medzinárodnom obchode – ostatné krajiny.....	52
Tabuľka 4.4	Podiel vybraných párových menových kurzov na celkovom obrate devízových trhoch a ich tempo rastu (%).....	55
Tabuľka 4.5	Emisia medzinárodných dlhopisov podľa mien (mld. USD) .....	56

## Zoznam grafov

Graf 2.1	Vývoj podielu jednotlivých mien na svetových devízových rezervách (%) .....	12
Graf 2.2	Had v tunelu .....	15
Graf 2.3	Vplyv rastu domácej a zahraničnej úrokovej miery na menový kurz EUR .....	22
Graf 3.1	Vývoj inflácie v eurozóne, USA a Japonsku v rokoch 2000 – 2010 (%).....	34
Graf 3.2	Vývoj menového kurzu JPY/EUR a USD/EUR za obdobie 2000 – 2010 (polročne) .....	35
Graf 3.3	Podiel na svetových exportoch v období 2000 – 2010 (%).....	36
Graf 3.4	Podiel mien na oficiálnych devízových rezervách v roku 2010 (%).....	38
Graf 4.1	Podiel mien na obrate svetového devízového trhu (%).....	54
Graf 4.2	Vývoj objemu nesplatených medzinárodných dlhopisov podľa jednotlivých mien (fixný kurz v 4. Q roku 2009, %) .....	57
Graf 4.3	Podiel eura na zložení medzinárodných dlhopisov podľa geografických oblastí v roku 2009 (%).....	58
Graf 4.4	Podiel jednotlivých mien na celkovom objeme medzinárodného úverového trhu (fixný kurz v 4. Q roku 2009, %) .....	59
Graf 4.5	Vývoj situácie na medzinárodných devízových trhoch – podniky a domácnosti .	60
Graf 4.6	Vývoj podielu faktorov prispievajúcich k zmenám na medzinárodnom úverovom trhu (%).....	61
Graf 4.7	Vývoj podielu mien na medzinárodných vkladoch (%) .....	62
Graf 4.8	Menové zloženie devízových rezerv v rozvojových a rozvíjajúcich sa krajinách v rokoch 2000 – 2010 (%).....	63
Graf 4.9	Vývoj podielu eura na devízových rezervách v rozvojových a vyspelých, vrátane rozvíjajúcich sa ekonomík za obdobie 1999 – 2010 (%) .....	65

## **Zoznam príloh**

Príloha č. 1 Schéma vývoja medzinárodného menového systému

Príloha č. 2 Rok prijatia zlatého štandardu vo vybraných krajinách a predchádzajúci menový režim

Príloha č. 3 Vývoj menového kurzu JPY/EUR a USD/EUR za obdobie január 2011 – marec 2012

Príloha č. 4 Prehľad mien naviazaných na euro

Príloha č. 5 Zoznam centrálnych bánk EU a ich členstvo v eurosystéme

Príloha č. 6 Plnenie konvergenčných kritérií členskými krajinami EU pri ich vstupe do eurozóny



## Schéma vývoja medzinárodného menového systému

<b>Počiatočná éra</b> <i>Medzinárodné menové systémy s väzbou na zlato</i> (Od 70-tych rokov 19. stor. do 70-tych rokov 20. stor.)	<b>PRVÁ ETAPA:</b> <i>Medzinárodný všeobecný zlatý štandard</i> (Od 70-tych rokov 19. stor. do roku 1936)	PRVÁ FORMA: <i>MMS štandardu zlatej mince</i> (Do roku 1914)
		<i>Rozpad MMS</i> (Od roku 1914 do roku 1918)
		DRUHÁ FORMA: <i>MMS všetkých foriem zlatého štandardu</i> (Od roku 1925 do roku 1936, prechodné obdobie 1920 - 1925)
	<b>DRUHÁ ETAPA:</b> <i>Medzinárodný štandard zlatej dolárovej devízy</i> (Od Tripartitnej dohody o dodávkách menového zlata z 25. 09. 1936 do 70-tych rokov 20. stor.)	PRVÁ FORMA: <i>Neinštitucionalizovaný medzinárodný štandard zlatej devízy</i> (Od Tripartitnej dohody z roku 1936 do roku 1940)
		<i>Rozpad MMS</i> (Od roku 1940 do roku 1945)
		DRUHÁ FORMA: <i>Inštitucionalizovaný MMS štandardu zlatej dolárovej devízy v podobe B-W menového systému</i> (Od roku 1946 do 15. 08. 1971 formálne, de facto do polovice 70-tych rokov 20. stor.)
<b>Súčasná éra</b> <i>Medzinárodné menové systémy bez väzby na zlato</i> (Od 70-tych rokov 20. stor.)	<b>PRVÁ ETAPA:</b> <i>Medzinárodný, čisto papierový dolárový štandard druhý inštitucionalizovaný MMS</i> (De facto od r. 1976, tj. Od zrušenia úradne nákupných cien zlata, právne od 01. 04. 1978, kedy vstúpil v platnosť druhý dodatok "Dohody o IMF")	
	<b>DRUHÁ (pravdepodobná) ETAPA V 21. STOROČÍ:</b> <i>Trojpólový, čisto papierový MMS s USD, EUR a JPY ako kľúčovými menami</i>	

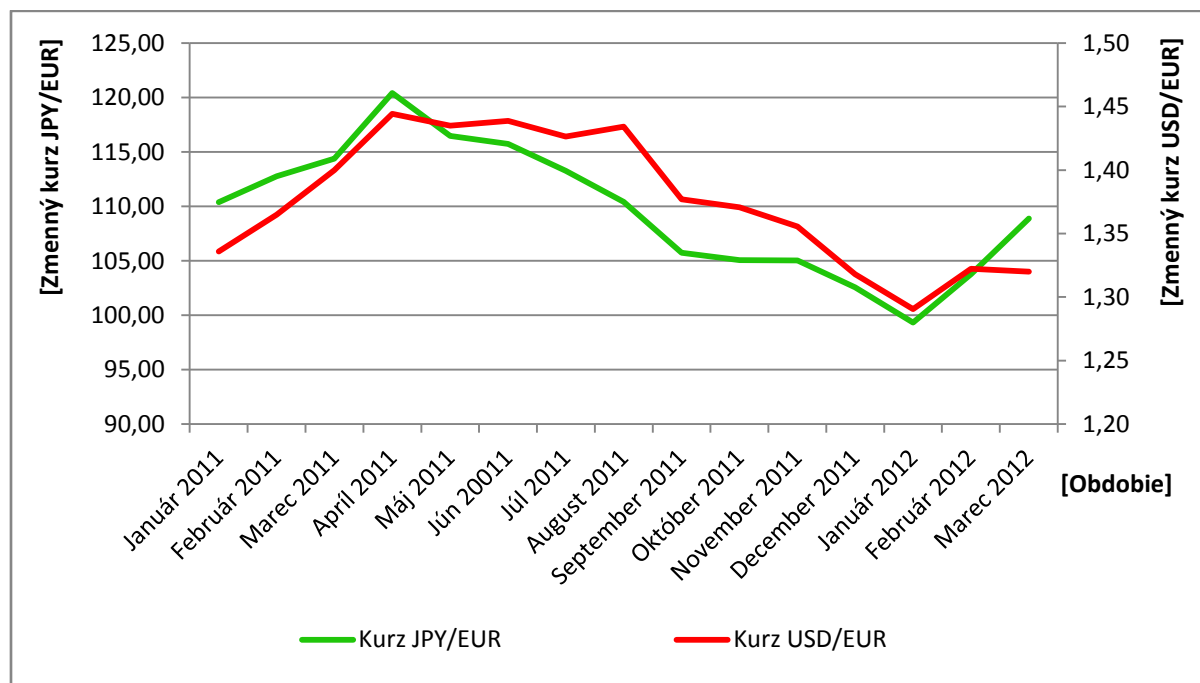
Zdroj: Němeček (2000), vlastná úprava

**Rok prijatia zlatého štandardu vo vybraných krajinách a predchádzajúci menový režim**

<b>Krajina</b>	<b>Rok prijatia zlatého štandardu</b>	<b>Predchádzajúci režim</b>
<b>Veľká Británia</b>	1821	
<b>Austrália</b>	1852	
<b>Kanada</b>	1853	
<b>Portugalsko</b>	1854	
<b>Argentína</b>	1863, 1883, 1903	
<b>Nemecko</b>	1872	strieborný štandard
<b>Švédsko</b>	1873	strieborný štandard
<b>Dánsko</b>	1873	strieborný štandard
<b>Nórsko</b>	1873	strieborný štandard
<b>Holandsko</b>	1875	strieborný štandard
<b>Fínsko</b>	1877	strieborný štandard
<b>Indonézia</b>	1877	strieborný štandard
<b>Belgicko</b>	1878	bimetalizmus
<b>Francúzsko</b>	1878	bimetalizmus
<b>Švajčiarsko</b>	1878	bimetalizmus
<b>USA</b>	1879	nekryté peniaze
<b>Turecko</b>	1880	
<b>Taliansko</b>	1884	nekryté peniaze
<b>Egypt</b>	1885	
<b>Chile</b>	1887, 1895	nekryté peniaze
<b>Rumunsko</b>	1890	
<b>Rakúsko-Uhorsko</b>	1892	nekryté peniaze
<b>Rusko</b>	1897	nekryté peniaze
<b>Japonsko</b>	1897	strieborný štandard
<b>India</b>	1899	strieborný štandard
<b>Kostarika</b>	1900	strieborný štandard
<b>Filipíny</b>	1903	strieborný štandard
<b>Mexiko</b>	1905	strieborný štandard
<b>Brazília</b>	1906	nekryté peniaze
<b>Grécko</b>	1910	nekryté peniaze

Zdroj: Meissner (2005), vlastná úprava, [2011-10-29]

### Vývoj menového kurzu JPY/EUR a USD/EUR za obdobie január 2011 – február 2012



Zdroj: ECB, Statistical Data Warehouse (2012a, 2012b), vlastná úprava, [2012-04-12]

**Prehľad mien krajín naviazaných na euro**

Štát, závislé územie	Mena	Skratka	Fixný kurz k euru
Bulharsko	bulharský lev	BGN	1,95583 BGN
Bosna a Hercegovina	konvertibilná marka	BAM	1,95583 BAM
Kapverdy	kapverdské escudo	CVE	110,265 CVE
Svätý Tomáš a Princov ostrov	svätotomášská dobra	STD	24 500 STD
Komory	komorský frank	KMF	491,96775 KMF
Benín	západoafrický CFA frank	XOF	655,957 XOF
Burkina Faso			
Guinea-Bissau			
Pobrežie slonoviny			
Mali			
Niger			
Senegal			
Togo	stredoafrický CFA frank	XAF	655,957 XAF
Kamerun			
Stredoafrická republika			
Kongo			
Rovníková Guinea			
Gabon			
Čad	CFP frank	XPF	119,3317 XFP
Nová Kaledónia			
Wallis a Futuna			
Francúzska Polynézia			

Zdroj: *European Commission (2011)*, vlastná úprava, [2012-01-04]

**Zoznam centrálnych bánk EU a ich členstvo v eurosystéme**

<b>Krajina</b>	<b>Centrálna banka</b>	<b>Člen eurosystému (dátum)</b>
Belgicko	Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	Áno (od 1. 1. 1999)
Bulharsko	Bulgarska narodna banka	Nie
Cyprus	Central Bank of Cypru	Áno (od 1. 1. 2008)
Česká republika	Česká národní banka	Nie
Dánsko	Danmarks Nationalbank	Nie
Estónsko	Eesti Pank	Áno (od 1. 1. 2011)
Francúzsko	Banque de France	Áno (od 1. 1. 1999)
Fínsko	Suomen Pankki	Áno (od 1. 1. 1999)
Grécko	Bank of Greece	Áno (od 1. 1. 2001)
Holandsko	De Nederlandsche Bank	Áno (od 1. 1. 1999)
Írsko	Central Bank of Ireland	Áno (od 1. 1. 1999)
Litva	Lietuvos Banka	Nie
Lotyšsko	Latvijas Banka	Nie
Luxembursko	Banque Centrale du Luxemburg	Áno (od 1. 1. 1999)
Maďarsko	Magyar Nemzeti Bank	Nie
Malta	Central Bank of Malta	Áno (od 1. 1. 2008)
Nemecko	Deutsche Bundesbank	Áno (od 1. 1. 1999)
Poľsko	Narodowy Bank Polski	Nie
Portugalsko	Banco de Portugal	Áno (od 1. 1. 1999)
Rakúsko	Oesterreichische Nationalbank	Áno (od 1. 1. 1999)
Rumunsko	Banca Nationala a Romanini	Nie
Slovensko	Národná banka Slovenska	Áno (od 1. 1. 2009)
Slovinsko	Banka Slovenije	Áno (od 1. 1. 2007)
Španielsko	Banco de España	Áno (od 1. 1. 1999)
Švédsko	Sveriges Riksbank	Nie
Taliansko	Banca d'Italia	Áno (od 1. 1. 1999)
Veľká Británia	Bank of England	Nie

Zdroj: ECB (2010a), vlastná úprava [2012-01-17]

## Plnenie konvergenčných kritérií členskými krajinami EU pri ich vstupe do eurozóny

Krajina	Rok	Cenová stabilita	Rozpočtová pozícia verejnej správy		Výmenný kurz	Dlhodobá úroková miera
		Inflácia (HICP)	Prebytok (+) / deficit (-) verejnej správy	Hrubý dlh verejnej správy	Mena zapojená do ERM II	Dlhodobá úroková miera
Belgicko	1997	1,5%	-2,1%	122,2%	Áno	5,8%
	1998	1,4%	-1,7%	118,1%	Áno	5,7%
Holandsko	1997	1,9%	-1,4%	72,1%	Áno	5,6%
	1998	1,8%	-1,6%	70,0%	Áno	5,5%
Írsko	1997	1,2%	0,9%	66,3%	Áno	6,3%
	1998	1,2%	1,1%	59,5%	Áno	6,2%
Fínsko	1997	1,2%	-0,9%	55,8%	Áno*	6,0%
	1998	1,3%	0,3%	53,6%	Áno*	5,9%
Francúzsko	1997	1,3%	-3,0%	58,0%	Áno	5,6%
	1998	1,2%	-2,9%	58,1%	Áno	5,5%
Luxembursko	1997	1,4%	1,7%	6,7%	Áno	5,6%
	1998	1,4%	1,0%	7,1%	Áno	5,6%
Nemecko	1997	1,5%	-2,7%	61,3%	Áno	5,6%
	1998	1,4%	-2,5%	61,2%	Áno	5,6%
Portugalsko	1997	1,9%	-2,5%	62,0%	Áno	6,4%
	1998	1,8%	-2,2%	60,0%	Áno	6,2%
Rakúsko	1997	1,2%	-2,5%	66,1%	Áno	5,7%
	1998	1,1%	-2,3%	64,7%	Áno	5,6%
Španielsko	1997	1,9%	-2,6%	68,8%	Áno	6,4%
	1998	1,8%	-2,2%	67,4%	Áno	6,3%
Taliansko	1997	1,9%	-2,7%	121,6%	Áno**	6,9%
	1998	1,8%	-2,5%	118,1%	Áno**	6,7%
referenčná hodnota		2,7%	-3,0%	60,0%		7,0%

Poznámky: \* Člen ERM od októbra 1996

\*\* Opakovaný člen ERM od novembra 1996

Krajina	Rok	Cenová stabilita	Rozpočtová pozícia verejnej správy		Výmenný kurz	Dlhodobá úroková miera
		Inflácia (HICP)	Prebytok (+) / deficit (-) verejnej správy	Hrubý dlh verejnej správy	Mena zapojená do ERM II	Dlhodobá úroková miera
Grécko	1999	2,1%	-1,6%	104,4%	Áno	6,3%
	2000	2,0%	-1,3%	103,4%	Áno	6,4%
referenčná hodnota		2,4%	-3,0%	60,0%		7,2%
Slovinsko	2005	2,5%	-1,8%	26,7%	Áno	3,7%
	2006	2,3%	-1,9%	26,4%	Áno	3,8%
referenčná hodnota		2,6%	-3,0%	60,0%		5,9%
Malta	2006	2,6%	-2,6%	66,5%	Áno	4,3%
	2007	2,0%	-2,1%	65,9%	Áno	4,3%
referenčná hodnota		3,0%	-3,0%	60,0%		6,4%
Cyprus	2006	2,2%	-1,5%	65,3%	Áno	4,1%
	2007	2,0%	-1,4%	61,5%	Áno	4,2%
referenčná hodnota		3,0%	-3,0%	60,0%		6,4%
Slovensko	2007	1,9%	-2,2%	29,4%	Áno	4,5%
	2008	2,2%	-2,0%	29,2%	Áno	4,5%
referenčná hodnota		3,2%	-3,0%	60,0%		6,5%
Estónsko	2009	0,2%	-1,7%	7,2%	Áno	X***
	2010	-0,7%	-2,4%	9,6%	Áno	X***
referenčná hodnota		1,0%	-3,0%	60,0%		6,0%

Zdroj: ECB, (Convergence report 1998b, 2000, 2006, 2007, 2008, 2010b), vlastná úprava

[2012-02-17]

Poznámka: \*\*\* Existencia menového výboru v krajine